

NINO LUCIANI

**LE CONDIZIONI PER L'IMPIEGO « SPECIALIZZATO »
DELLE LEVE MONETARIA E FISCALE
PER GLI EQUILIBRI INTERNO ED ESTERNO**

(Con nota introduttiva di Ernesto d'Albergo)

ROMA, 1974

ESTRATTO DA « RIVISTA BANCARIA » N. 3-4 — 1974

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

STAMPATO IN ITALIA - PRINTED IN ITALY

Stabilimento Tipografico «Pliniana» - Selci Umbro (Perugia) - 1974

Nota introduttiva

di

ERNESTO d'ALBERGO

1. — Questo scritto che segue, del dr. Nino Luciani, mira ad inquadrare considerazioni critiche, fra quelle da vari autori rivolte, assieme ad elogi, peraltro eccessivi e non pertinenti, al contenuto di un breve articolo di R. A. Mundell, fra politica creditizia finanziaria, e fini di politica economica, quali l'agevolazione dello sviluppo stabile o l'apporto al riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

Ho dimostrato altrove («Economia Internazionale», 1967), con i testi alla mano, che sempre, in sede fenomenica e non dai tempi della classifica Lerneriana, la finanza, come «Public Finance», nello studio di relazioni obiettive fra strumenti ed analisi degli effetti o dal lato applicativo, nel senso della Fiscal Policy, di mezzo a fine, è stata strumentale per il conseguimento di scopi della attività pubblica, variamente organizzata. E non per casi marginali, come ho fatto notare ma rispetto alla agevolazione dell'aumento della «ricchezza delle nazioni», in termini altamente sintetici, Smithiani, a cui si può far corrispondere il fine complessivo, come oggi denominato, dello sviluppo economico, possibilmente «stabile», dal lato dell'interferenza del fattore monetario, come nello studio del Mundell, che ha richiamato fin troppo l'attenzione, rispetto al merito.

E questo starebbe, come «importanza dell'analisi» (G. K. Shaw, che, peraltro, novera scritti anteriori), soprattutto «nel riconoscere che nè la politica monetaria nè la politica fiscale dovrebbero essere considerate indipendenti, e anche nella «esplicita affermazione», del Mundell che «ogni proposta di politica deve tener presenti entrambi i settori, l'interno e l'esterno».

2. — Si rimane sorpresi di questi riconoscimenti, che vertono su visioni da tempo intuite o applicate. E sia consentito, per opporre elementi sperimentali allo schemino teorico di Mundell, di ricordare anche una sede, senza pretese, costituita da paradigma o sommario rivolto a frequentatori di Corso di perfezionamento per laureati e laureandi, svolto, oltre che presso l'ISDA, all'Università di Napoli, che ospitava

il predetto Corso, e, su mia istanza, fece includere, nel 1958, nello statuto della Facoltà di Economia e Commercio, l'Economia bancaria. E invero, nel succinto schema enucleato nel 1955, nel presentare i modi concreti della politica economica, gravitante nel campo della politica creditizia, dopo avere elencato gli strumenti di essa, appartenenti al mondo monetario, bancario e finanziario pubblico, ne vedevo l'interferenza nel campo finanziario statale, nella specie. E, anche nella sperimentazione statistica, vedevo come alternativi e simultanei i mezzi di controllo del credito nel quadro finalistico della « stabilità dello sviluppo economico, evitando gli effetti negativi di fasi di inflazione e deflazione e connessa depressione ».

Su quanto precede, in questo senso, tenendo presenti « mercati aperti », tornerò più oltre.

Intanto, volendo attribuire merito al Mundell, esso poteva consistere nell'aver visto, appunto, quello che da gran tempo denominavo alternativi mezzi di controllo anche se, in dimostrazione su base semplificata, lineare, finiva per suggerire, come norma agendi, di limitare il ricorso alla manovra della politica monetaria allo scopo di ristabilire l'equilibrio degli scambi con l'estero e la politica fiscale per ottenere l'equilibrio interno.

Con questa restrittiva visione, Mundell non merita la critica di avere posto innanzi un criterio di politica creditizia e finanziaria astratta e parziale. Invero, è proprio dell'astrazione, riferita anche all'equilibrio dinamico in ipotesi di mercati aperti, considerare le interdipendenze di variazioni di grandezze che si vogliano determinare o si siano determinate. E detta interdipendenza, come visione razionale, non è adeguatamente concepita ed applicata da Mundell.

3. — Per fare riferimento allo schema (di Economia bancaria) sopra ricordato, nel presentare gli strumenti complessi, pur correlati nel senso della convergenza e della compatibilità dei rapporti fra mezzi e fini od « objectives », alla Tinbergen, che supera la restrizione della relazione del rapporto diretto e assolto fra singoli strumenti e singoli mercati di Mundell (di cui nella « Effective Market Classification »), sia consentito di ricordare intuizione preliminare di interdipendenze, in sede strumentale e di connessi effetti.

Invero alla alterna manovra del tasso di sconto (Mundell discorre sempre e solo di tasso di interesse) in elevazione e diminuzione, si collegano le quotazioni dei titoli obbligazionari, con conseguente variazione

del rendimento di essi e apporto alla formazione del tasso d'interesse.

« La politica del credito condiziona quella del ricorso ai titoli del debito pubblico », scrivevo, non soltanto per la manovra del tasso di sconto (tenuto fermo, ad esempio, in Italia per un decennio, per i bisogni del Tesoro), ma anche per gli effetti delle « open market operations », che si compiono attraverso, soprattutto, compra e vendita di titoli, eminentemente di Stato. Ne derivano, anche per questa via, effetti non solo sul livello generale dei prezzi, ma anche su quelli dei titoli, con riverberi, come sopra si è detto, sui tassi di interesse. Delle esigenze del Tesoro (per la spesa pubblica) e della liquidità del mercato, si è tenuto conto, in Italia, con le « aste » per l'assegnazione di Buoni del Tesoro, successivamente.

Ma la spesa pubblica è stata alimentata anche con il sistema delle « riserve obbligatorie », vincolate a carico delle banche di credito ordinario, che « avrebbero dovuto servire a controllare le fasi cicliche » a seconda dei programmi di politica economica », assieme ai « tassi di sconto », in alterna vicenda, temperata, nella elevazione delle riserve, dalla « creazione dei depositi » od autogenesi, illustrata in quella sede.

Prova della destinazione, da me subito vista nel 1947, delle riserve obbligatorie alla spesa pubblica, si ebbe nella Relazione del Governatore della Banca d'Italia (1954), con il « monito rivolto al Tesoro dello Stato — scrivevo in quel paradigma di lezioni — con il dire che, riferendosi al disavanzo del bilancio statale « ferma l'esposizione del Tesoro verso la Banca d'Italia, non si facesse largo fondamento sull'impiego della riserva bancaria, la quale, per sua natura, deve assolvere a compiti complessi ». E commentavo: « Meglio non poteva dimostrarsi la tesi da anni sostenuta dallo scrivente », con successivo riferimento all'allora « importo » di mille miliardi, con aumento corrispondente del debito pubblico ». Se Keynes, nella General Theory, ammetteva di essere « scettico intorno al successo che possa avere, in via probabilistica, una politica puramente monetaria che consista nell'agire sul tasso d'interesse », Stati Uniti ed Inghilterra, ad esempio, nel periodo bellico e post-bellico ponevano in essere una manovrata politica del denaro a buon mercato, con effetti della « cheap money », sulla finanza pubblica e sull'economia nazionale rispettiva.

Ma, a parte questa interferenza fittizia, introducevo la visione di Keynes, con la preferenza per la liquidità, nella genesi del tasso d'interesse, condizionato, poi, da quella che è stata detta « integrated » dell'interesse (teoria).

4. — Tornando alla componente indiretta di esso, costituita dal tasso di sconto, pensando ai « mercati aperti », « liberalizzati » alquanto rispetto ai vincoli sopravvenuti all'epoca del 1914, nel fare la sperimentazione statistica della coesistenza e della alternanza degli strumenti di politica creditizia ed economica, commentando i tassi concreti, annotavo che « un tasso più elevato (di sconto) turba i rapporti internazionali », quando si abbia a che fare con un mercato a basso rischio, alto, come quello degli Stati Uniti, ad attrarre, eventualmente in modo contraddittorio con la politica di stabilità nello sviluppo, capitali esteri a breve termine (« rimesse ») a cui, corrispondenti elevazioni di tassi di interesse, possono far seguire afflussi di capitali per impiego più durevole.

Donde la necessità di alternare altri strumenti di politica creditizia e finanziaria, come le « open market operations », scrivevo con dimostrazione statistica, in tema di strumenti alternativi e simultanei.

Può parere, con gli effetti internazionali del tasso di sconto (per Mundell, di interesse) che si portino elementi a favore della scelta strumentale, preferibile, di questo autore.

Ma, intanto, accanto alla politica dello sconto, per gli effetti internazionali, atti ad influenzare la bilancia dei pagamenti, si accenna manovra dei saldi bancari verso banche dell'estero, imposti, nella loro variazione, dalla autorità monetaria. E si tratta di movimento vincolato di capitali a breve termine, che non mi pare che Mundell abbia affiancato alla manovra del tasso d'interesse, per influenzare la bilancia dei pagamenti e la liquidità interna.

Donde la critica che gli va rivolta, non tanto di « parzialità », quanto di unilateralità nella visione dei rapporti fra strumenti ed obiettivi o fini della politica economica, per lo sviluppo stabile.

5. — Nelle citate lezioni, spiegavo come la funzione libera, di mercato, vincolata da rischi di perdite ed immobilizzi per le banche, di fronte all'oscillare della congiuntura, come la « great depression », facesse sostituire, alle banche, istituzione finanziaria pubblica, alimentata da mezzi attinti alle pubbliche finanze (nella specie la « Reconstruction Finance Corporation »). Ne risultavano influenzati anche i rapporti con l'estero per il finanziamento delle importazioni ed esportazioni. Ecco un modo indiretto di mettere in relazione fiscal policy e scambi con l'estero atti ad influenzare la bilancia dei pagamenti: e ciò vale per quanto si è detto a proposito di altre forme di spese, ad esempio, nella finanza pubblica, mediante i « fondi di dotazione », illustrati

per l'Italia, nelle ricordate lezioni, attraverso istituti finanziari per assolvere una funzione di pubblico interesse « quale è quella — scrivevo — di rimuovere il sistema economico dai punti morti della depressione, riducendo la disoccupazione culminante con lo stagnante sistema in crisi ». Quindi tutto l'insieme dei rapporti, interni e internazionali.

« La spesa pubblica, mobilitata a questo fine, alimentata da prestiti e imposte straordinarie od ordinarie patrimoniali (successioni) o progressive sui redditi, viene incontro a questa funzione ; da solo, il sistema bancario, anche se eccitato nei modi predetti (strumenti, alias) ricordati della politica creditizia e finanziaria, potrebbe non compiere efficacemente nell'interesse della ripresa generale », nella politica anticiclica e di sviluppo stabile. Ciò leggesi nelle ricordate lezioni.

Se la « Reconstruction Finance Corporation » sorse nel quadro congiunturale della « National Industrial Recovery Act », nel 1934, con partecipazione nella « Export-Import Bank, assieme a quella dei Dipartimenti degli esteri e del commercio, questa seconda istituzione si è inserita, fino ad oggi, nelle permanenti federali. Finalità politiche si affiancano a quelle tecnico-economiche di finanziamento del commercio estero nord-americano, specialmente dopo che l'intero capitale è stato sottoscritto dallo Stato federale. E, invero, i fini sono complessi, non soltanto nell'appoggiare le esportazioni di prodotti agricoli e industriali, ma nell'aiutare paesi esteri nello sviluppo, dalla predisposizione di basi monetarie, alle infrastrutture, agli impianti industriali, facendo sorgere capacità produttive non ancora sfruttate e capacità di acquisto di prodotti nord-americani, etc.

L'intervento di questa istituzione finanziaria, divenuta, appunto, permanente si ha quando i crediti delle banche ordinarie non possano assumere gli importi eccessivamente elevati o avvengano a condizioni non ritenute « ragionevoli », rispetto ai fini vari e lungimiranti. I mezzi vengono ottenuti mediante obbligazioni : e i titoli sono acquistati quasi tutti dal Tesoro dello Stato federale. E le facilitazioni di credito fanno adottare prezzi politici dei prestiti a ditte di piccola e medie dimensioni. Il criterio anche non immediatamente economico, riguarda i paesi destinatari dei crediti : e culmina, ad esempio, nella esperienza dei rapporti con l'America latina, nell'annullamento dell'interesse. Il che equivale alla rinuncia ad una entrata con una spesa virtuale, con cui la finanza pubblica, attraverso la Tesoreria, aiuta i rapporti con l'estero, costituiti da immediate agevolazioni alle esportazioni e da futuri incrementi derivanti dall'avere potenziato capacità produttive e di consumo di paesi esteri. In generale, la bilancia dei pagamenti

ne viene influenzata: ma la leva appartiene alla « public Finance » nella specie della Fiscal Policy, che condiziona le variazioni dei rapporti economici con l'estero, a breve e a lunga scadenza.

E si tratta di strumento immanente nella funzione, che agisce simultaneamente a quelli di carattere creditizio-monetario, compreso il ricorso al « Valuta Dumping », a cui ho fatto riferimento (nel « Giornale degli Economisti », febbraio 1973) nella spiegazione delle vicende internazionali in questo campo in cui i problemi monetari sono ancora aperti.

In via incidentale, sia concesso di ricordare che la simultaneità di applicazioni di strumenti monetari, creditizi e fiscali, compatibilmente con il « pieno impiego » e senza inflazione, era stata prospettata su questa Rivista (nel 1966); in contrasto con coloro i quali non vedevano la possibilità di correggere quella che il Mundell definiva « tendenza alla disoccupazione », eliminando la quale si pervenga alla « stabilità interna ».

Qui la leva fiscale, sistematicamente dietro le modalità creditizie, con immanenza o simultaneità strumentale accanto a quella di altri mezzi di politica economica, viene richiamata non in necessario rapporto alternativo, per influenzare l'equilibrio esterno: bilancia dei pagamenti come base di applicazione della leva fiscale.

6. — *Nelle ricordate lezioni come paradigma sintetico (di economia bancaria), non soltanto, come si è visto, davo peso all'andamento del bilancio statale, alimentato dagli strumenti della politica fiscale: donde illazioni sul tipo di quelle di Musgrave, implicite.*

Ma ponevo in relazione la spesa pubblica, con il connesso onere tributario, nel bilancio degli Stati Uniti, assunti ad esempio, per determinare « doni », fatti a paesi esteri, per la ricostruzione post-bellica.

In proposito scrivevo: « va tolto il velo di apparenti contraddizioni ». E ciò specialmente per l'aspetto dell'annullamento dell'interesse e la mancata richiesta di restituzione del capitale.

« A prescindere dalla traduzione in minore rischio, che caratterizza l'attività media, economica del paese donante, quando il benessere e la stabilità politico-sociale caratterizzano il paese designato che riceve il dono o torni al benessere e alla ricchezza, tutto ciò viene incontro al vantaggio materiale od economico oggettivo e misurabile del paese donante. Invero, si tratta di estendere al mercato internazionale la logica di cui si è fatta parola, nelle pagine che precedono, circa la convenienza di innalzare i consumi a costo dei ricchi nel mercato interno, ricorrendo ad espropriazioni e prelievi a carico degli abbienti. Si tratta di creare

la « domanda aggiuntiva », che renda remunerativi i processi produttivi dei paesi capitalistici e, come benessere, più ricchi ».

« Ciò fa il dono in sede internazionale, eccitando (successivamente) acquisti da parte dei paesi beneficiari del dono, altrimenti più poveri ».

(Seguivano considerazioni circa i prestiti esteri e la politica dei tassi di interesse).

Ma già questo aspetto della spesa pubblica (doni e, poi, « aiuti », in genere) ai paesi sottosviluppati, era, ante litteram e da tempo sulla linea logica degli interrogativi di Musgrave, rivolti agli studiosi dei paesi dell'Oriente asiatico, come sopra si è ricordato, per le ripercussioni, su commercio estero e bilancia dei pagamenti di « voci » delle spese del bilancio pubblico, in avanzo o in disavanzo, per quante grandezze « indotte », possano derivare alle variazioni finali dei conti con l'estero, ai fini dell'equilibrio e dello sviluppo dei sistemi economici.

7. — Un caso sperimentale, flagrante, che dovrebbe essere stato a conoscenza del Mundell, pur nel quadro di frequenti e simultanee variazioni dei tassi di sconto, ufficiali, e d'interesse, nell'esperienza nord-americana, che hanno condizionato la congiuntura interna e quella internazionale, contro la unilateralità della norma agendi in merito alla alternativa più conveniente (illustrata a mezzo di semplificato, troppo, modello diagrammatico di rette contrapposte per inclinazione rispettiva) è offerto da un intervento di natura fiscale, per equilibrare bilancia dei pagamenti e sistema in sviluppo.

Mi riferisco alla « interest equalization Tax », di cui si è annunciata la riduzione, con decreto del Presidente Nixon, dallo 0,75 allo 0,25, a partire dal 31 dicembre 1973 indi abolita. Potrebbe essere un caso, (larghi di concessione ipotetica) di Mundelliana « Effective Market Classification », come diretto e assoluto rapporto fra singolo strumento e singolo settore di mercato. Ma, proprio con scelta a rovescio e legame strumentale fra mezzo fiscale, e tributario nella specie, e ricerca di equilibrio nella bilancia dei pagamenti (settore estero) : cioè contro l'assunto di Mundell, in sede teorica, unilaterale.

È vero che questo strumento fiscale è in vigore dal luglio 1963 : quindi, non poteva essere considerato nella « esemplificazione semplificata e tipica » del Mundell. Prelevata sugli acquisti nord americani di titoli esteri serve a frenare il deflusso di capitali dagli Stati Uniti. L'imposta era stata ridotta dall'1,25 allo 0,75, il 5 aprile 1969. È tributo di cui si è fatta parola, in passato, nelle Cronache, di questa Rivista.

Il Dipartimento del Tesoro ha spiegato che la decisione è stata presa in considerazione del recente miglioramento della bilancia dei pagamenti.

Nel corso del 1974, verrebbe discussa la possibilità di eliminare la tassazione applicabile agli investitori esteri negli Stati Uniti.

È chiaro, dunque, che il criterio di Tinbergen, tradotto, in senso restrittivo, in quello dell'« Effective Market Classification » circa la relazione finalistica, in teoria, fra strumenti e fini, unilateralmente e, per gli Stati Uniti, urta contro l'esperienza, pur nell'accoppiamento con simultanee misure di carattere monetario-creditizio (manovra dello sconto, alias, per Mundell, dell'interesse soltanto).

La morale che si trae da questi cenni, conferma il metodo dell'analisi teorica che può studiare effetti comparati di strumenti di fiscal policy e di monetary policy. Ma senza pretendere di tradursi, passando dalla teorematICA semplificata, con le relative conclusioni, in preteso dominio della complessa e cangiante dinamica concreta, come problematica storicistica, mediante « normae agendi », che, così unilaterali e rigide come quelle di Mundell, sono destinate a conoscere ben raramente il successo della convergente sperimentazione. Anche in formulazione probabilistica, relazioni strumentali fra mezzi, intersostituibili, e fini tendenziali, suggeriscono cautela razionale, per non confinare le alternative teoriche in infecondi precetti, piuttosto riflettenti giudizi di valore, subiettivi e non di portata o invalidità immanente, nel campo della scienza economica.

E. d'ALBERGO

Le condizioni per l'impiego "specializzato", delle leve monetaria e fiscale per gli equilibri interno ed esterno

I

1. — Carattere e finalità di questo studio.

Viene offerta occasione di nuove riflessioni sulla possibilità di ottenimento simultaneo dell'equilibrio interno di piena occupazione e dell'equilibrio esterno, mediante compiti indipendenti rispettivamente affidati alle leve fiscali e monetaria, dalla presentazione odierina ai lettori di lingua italiana di un noto saggio del Mundell, del 1962 (1).

Le condizioni generali, in cui viene studiato l'impiego delle due leve, sono: cambi fissi, unilateralità (da parte di un solo paese) dell'impiego delle stesse e *ceteris paribus* nelle politiche degli altri paesi, analisi di breve periodo. Altre condizioni, specifiche, saranno appresso indicate.

Il saggio ha suscitato studi vari, subordinatamente alle stesse ipotesi di base o con introduzione di altre (2).

(1) R. A. MUNDELL, *L'impiego appropriato della politica monetaria e fiscale per il perseguimento della stabilità interna e degli scambi con l'estero*, 1962, riprodotto in « La politica fiscale », raccolta di saggi di autori vari, a cura di A. Pedone, ed. il Mulino, Bologna, 1971, pp. 29-37. Il saggio è stato riprodotto, tradotto, anche in « Studi sull'inflazione », raccolta di saggi di autori vari, a cura di G. C. Mazzocchi, ed. CELUC, Milano, 1972.

(2) Cfr. tra i recenti: G. K. SHAW, *Monetary-fiscal policy for growth and the balance of payments constraint*, 1967, tradotto in « La politica fiscale », cit. p. 39 e ss.; R. E. CAVES, *Monetary and fiscal policy under fixed exchange rates* (comment), in « The Journal of political economy », lug-ag. 1968; D. J. OTT-A. F. OTT, *Monetary and fiscal policy: goals and the choice of instruments*, in « The quarterly journal of economics », maggio 1968; T. D. WILLETT, F. FORTE, *Interest rate policy and external balance*, 1969, tradotto in « La bilancia dei pagamenti », raccolta di saggi, a cura di G. BASEVI, ed. Il Mulino, 1971, p. 24, ss.; G. CAMPA, *Strumenti fiscali e monetari, sviluppo ed equilibrio interno ed esterno*, in « Riv. internazionale di scienze sociali », 1968; G. GANDOLFO, *I processi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti e l'equilibrio macroeconomico interno ed esterno*, ed. F. Angeli, Milano, 1970; L. CASTELLUCI, *Equilibrio interno ed esterno in uno schema del Mundell*, in « Riv. di diritto fin. e scienza delle finanze », 1971, p. 205 ss.; G. M. SANACUORE, *Analisi di alcuni modelli di coordinamento tra politica monetaria e politica finanziaria in un'economia aperta*, in « Riv. di politica economica », 1972, p. 316 ss.

La tesi del Mundell è che per l'equilibrio interno è preferibile l'impiego dello strumento fiscale, e per quello esterno, dello strumento monetario, dato che siffattamente è possibile raggiungere una situazione di equilibrio stabile nel sistema economico.

Il meccanismo ipotetico, che conduce a questa tesi, è così riassumibile: ferme rimanendo le esportazioni di merci e servizi, se un aumento dell'avanzo di bilancio statale fa ridurre la spesa collettiva in beni di produzione interna ed importazioni, ed un aumento del tasso d'interesse fa ridurre la spesa medesima nonché l'esportazione netta di capitali, esiste un punto in cui, partendo da una situazione di squilibrio, è possibile il raggiungimento simultaneo dei due obiettivi, grazie all'impiego specializzato, e di segno rispettivamente inverso, delle due leve.

Questa conclusione del Mundell (per la dimostrazione analitica rinviando al successivo § 2) è così suggestiva, in quanto sembra aprire la via ad impieghi indipendenti, e specializzati per settore, delle due leve (per ogni obiettivo il rispettivo più efficace strumento), ma nel contempo lontana, almeno in nuce, dalle tradizionali acquisizioni della « interdipendenza », tra le stesse variabili « indipendenti » (alias: autonome), dell'equilibrio economico generale, da invogliare ad una discussione dei fondamenti della conclusione stessa.

La nostra discussione, che non vuole arrivare alla « norma agendi », consisterà nell'ordinare alcune riflessioni sulle condizioni per l'impiego *indipendente* delle due leve, in un ampio quadro di interrelazioni tra gli strumenti e gli obiettivi generali, avuto riguardo in particolare agli effetti « direzionali » degli strumenti stessi.

Ciò facciamo in tre approssimazioni: 1) la prima rimane nell'ambito delle ipotesi limitate del Mundell, per esplicitarne i presupposti analitici; 2) la seconda discute la compatibilità dei *ceteris paribus*, ipotizzati, con le variabili direttamente coinvolte nel perseguimento dei due obiettivi generali; 3) la terza relativizza le possibilità di impiego delle due, in relazione al *quantum* ed al *tempo*.

La discussione passa per la verifica della differente inclinazione delle due rette, e per ciò stesso per la ricostruzione della dimostrazione *ab imis fundamentis*.

La quasi totalità degli studi suscitati da questa posizione del Mundell trova il suo cavallo di battaglia nell'eccepire la estrema astrattezza e semplificazione del modello di Mundell, rispetto alla complessa fenomenica del concreto divenire economico: da cui l'inappropriata sua proposta di una *norma agendi*, generalizzante

dedotta dalla osservazione di un troppo ristretto campo di interrelazioni.

A nostro avviso, il dare tanta enfasi a questo rilievo, pur motivato, da far passare in ombra la effettiva originalità del suo contributo, è altrettanto inappropriato.

Il cosiddetto « principio della effettiva classificazione dei mercati », da lui enunciato, è originale, invero, nella misura in cui ventila la possibilità di un impiego specializzato dei vari strumenti economici nei settori di maggior efficacia comparata.

Il presupposto sta, dunque, in ciò : che i vari strumenti abbiano una efficacia comparata diversa sui vari obiettivi di politica economica : il che nessuno può negare, in via di principio, sia a base da teoria deduttiva che da analisi sperimentale.

È pur vero che l'impiego dei vari strumenti, di norma, è reciprocamente condizionante, come vedremo di seguito : ma, in tal caso, subentrerebbe un problema di dosaggio dei vari impieghi degli strumenti, come pure che due o più strumenti (anche extra-monetari e extra-fiscali) in dosi singole più o meno ridotte possano essere impiegati per un obiettivo, e due o più strumenti di altro tipo possano essere usati per altro obiettivo.

In altre parole, il principio di Mundell (uno strumento per ciascun obiettivo cfr. Tinbergen) non contrasta con il principio : un pacchetto di strumenti per ciascun obiettivo, come modo che meglio realizzi nelle varie circostanze di tempo e luogo la sincronizzazione degli impieghi ed effetti dei medesimi.

Problema insolubile, sotto tale riguardo, sembra presentarsi allorchè il numero degli strumenti sia inferiore, nelle varie contingenze, al numero degli obiettivi. Ciò imporrebbe una limitazione degli obiettivi, a seconda del numero degli strumenti indisponibili, condizione che può divenire alquanto gravosa in dati casi.

Si deve, tuttavia, porre mente che tale condizione, pur potendo risultare gravosa, lo è meno che allorchè non si persegua il criterio della specializzazione degli strumenti, ma, per esempio, uno strumento venga usato simultaneamente per più obiettivi. Infatti, la disponibilità quantitativa dello strumento è subordinata alle possibilità del sistema, per cui, dato un certo *quantum* disponibile dello strumento, il problema è se impiegare tutto lo strumento per un obiettivo, o impiegare quote dello strumento ripartitamente per più obiettivi. E lo stesso problema può porsi per altri strumenti. La conclusione è che se gli strumenti sono inferiori al numero degli

obiettivi, in entrambi i casi potrà verificarsi una insufficienza di efficacia degli strumenti rispetto agli obiettivi, più che in caso di specializzazione (si pensi al teorema Ricardiano dei costi comparati).

Di ciò tenendo conto, si può distinguere tra obiettivi trainanti altri obiettivi (questi ultimi, quali risultato di effetti « direzionali ») ed obiettivi non trainanti. Per cui si può ridurre l'azione di politica economica sugli obiettivi relativamente più trainanti, in modo da facilitare la specializzazione degli strumenti, sempre, s'intende, che le caratterizzazioni dei vari sistemi consentano dati legami e dati effetti indotti degli obiettivi trainanti su quelli ipoteticamente trainabili.

In questo modo un obiettivo trainante, man mano che è perseguito, funziona da strumento rispetto ad un obiettivo trainato. Ad esempio, la funzione di accelerazione dei consumi rispetto agli investimenti, o l'effetto incrociato della variazione del consumo di un bene (poniamo, prodotto all'interno) sulla domanda di altro bene (poniamo, importato), al variare del prezzo del primo (3).

Il primo presupposto (che i vari strumenti abbiano un'efficacia comparata diversa sui vari obiettivi) è, dunque, accettabile.

Ma esso non è sufficiente a condurre alla « effettiva classificazione dei mercati » ai fini della « specializzazione » degli strumenti.

Per risolvere occorre rifarsi ad un secondo presupposto : che i due strumenti abbiano effetti separati, specifici, sugli obiettivi prescelti.

Si ricorderà il teorema Ricardiano dei costi comparati : ivi la specializzazione nasce a base della possibilità di usare i fattori per un prodotto o per l'altro. Per cui, una volta acquisito che i fattori hanno una produttività relativa maggiore per il bene a , essi vengono impiegati per produrre solo il bene a , abbandonando la produzione del bene b , in dato paese ; l'inverso avverrà in altro paese scambista con il primo.

Senonchè, in teoria pura, per il nostro problema questo presupposto cade : infatti, entrambe le leve non solo hanno effetti su tutte le variabili interessate agli equilibri interno ed esterno, ma tali

(3) Si veggano gli studi, rispettivamente in ipotesi di unidirezionalità e multidirezionalità della domanda, di M. FANNO (*Contributo alla teoria economica dei beni succedanei*, in « Annali di economia », 1926), e di E. d'ALBERGO (*L'analisi Pareto-Slutsky della domanda e la teoria delle imposte sui consumi*, in « Giornale degli economisti », 1949) per le pertinenti specificazioni del fattore fiscale.

effetti non sono riservabili al solo equilibrio interno od al solo equilibrio esterno od a loro componenti. (Si vedrà che la maggior inclinazione relativa della retta dell'equilibrio interno è dal Mundell affidata all'effetto del saggio d'interesse sul movimento capitali esteri a breve, con esclusione dello stesso effetto per quanto dipende dalla leva fiscale — ciò che noi negheremo).

Quindi, in teoria pura, il criterio della specializzazione degli strumenti non ha consistenza logica.

Il presupposto rispunta, però, in concreto (problema dell'attrito), perchè le due leve, all'atto dell'applicazione, incontrano delle limitazioni specifiche in termini di *tempi* tecnici di eseguibilità dell'intervento e di *quantum* di rispettiva impiegabilità, compatibile con le possibilità economiche del sistema, di volta in volta.

Concludiamo in favore della accettabilità del criterio, ma nel senso tradizionale quanto ai contenuti: vale dire, dacchè si sosterrà che entrambe le leve, monetaria e fiscale, hanno effetti su tutte le variabili interessate agli equilibri interno ed esterno, pur se con accentuazione diversa nelle varie circostanze, la specializzazione va enunciata nel senso di « uso prevalente » delle due leve relativamente all'equilibrio interno od esterno, in base alla loro efficacia comparata sulle singole variabili, di volta in volta.

In successivo saggio studieremo la possibilità di separazione della politica di contenimento della domanda globale dalla salvaguardia degli investimenti.

2. — *La dimostrazione della tesi, del Mundell.*

In grafico, *FF* indichi il luogo dei punti di combinazione di di *quantum* di *surplus* (4) di bilancio (indicato in ordinata) e di tassi d'interesse (indicati in ascissa), ove la bilancia estera è in equilibrio (somma del saldo merci e servizi e del saldo movimento capitali uguale a zero). Si osservi che, essendo supposte costanti le esportazioni di merci e servizi, la retta *FF* indica anche il luogo dei

(4) L'aumento di *surplus* di bilancio è ritenuto, dal Mundell, equipollente alla riduzione del *deficit* di bilancio, e così pure per la riduzione del primo e l'aumento del secondo. Cfr. ib. p. 35.

punti ove la somma delle importazioni di merci e servizi e delle esportazioni nette di capitale è costante.

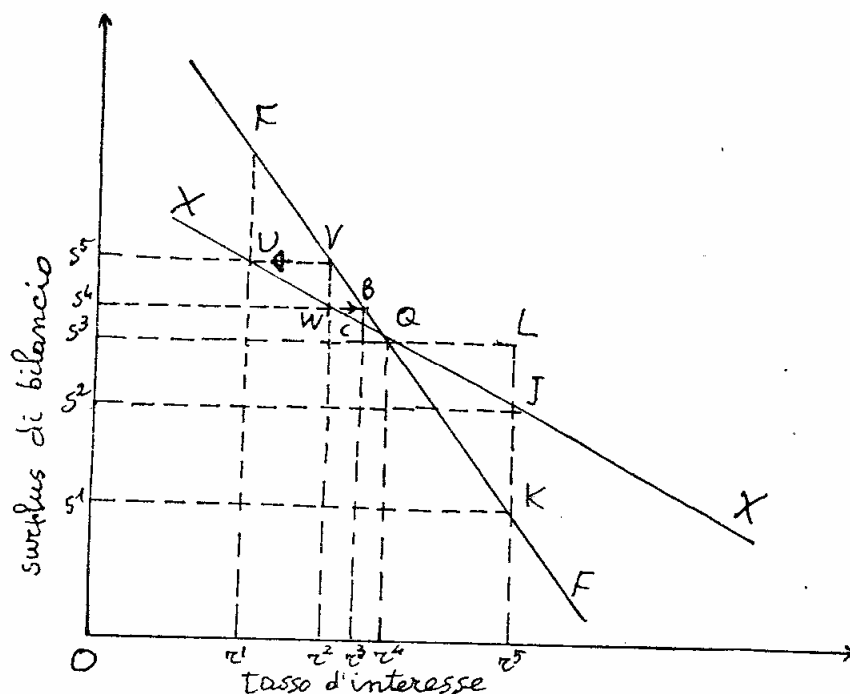


Grafico 1

In modo analogo la *XX* indichi il luogo dei punti di combinazioni di *quantum* di *surplus* di bilancio e di tassi di interesse che consentono l'equilibrio interno. Si osservi che, dato che quest'ultimo è quello di pieno impiego (e di costanza delle esportazioni correnti), lungo la *XX* anche la spesa è costante, non esistendo che una sola domanda di pieno impiego.

Le due rette sono inclinate negativamente perchè le variabili dipendenti (spesa corrente e uscita di capitali) variano in senso inverso al variare delle variabili indipendenti (*surplus* di bilancio e tasso di interesse), cosicchè, per usare parole di Shaw (5), «l'impatto deflazionistico dei saggi di interesse debba essere controbilanciato da un aumento nella spesa, se si vuole mantenuto il livello

(5) G. K. SHAW, *La politica monetaria e fiscale per lo sviluppo e il vincolo della bilancia dei pagamenti*, 1967, rist. in «La politica fiscale» ... cit. p. 41.

aggregato di produzione », attraverso, appunto, combinazioni di segno contrario dei due strumenti.

Si supponga ora di impiegare la leva fiscale per raggiungere l'equilibrio esterno e quella monetaria per raggiungere quello interno.

Si consideri un punto W qualsiasi sulla XX . Ivi si ha una combinazione Os^4/Or^2 di *surplus* di bilancio e di tasso d'interesse che dà l'equilibrio interno, ma non l'equilibrio esterno. (A sinistra della FF si hanno disavanzi ed a destra, avanzi, dato che il basso saggio d'interesse di sinistra fa presumere eccesso di importazioni; il contrario avviene a destra).

Per raggiungere l'equilibrio esterno con impiego della leva fiscale (quindi, fermo rimanendo Or^2), è necessario aumentare l'avanzo di bilancio fino ad Os^5 , in modo da raggiungere in V la FF . Ma un aumento dell'avanzo di bilancio (alias: aumento della pressione fiscale senza corrispondente spesa pubblica, oppure contrazione del disavanzo di bilancio) riduce il fabbisogno di domanda rispetto all'offerta di pieno impiego, quindi porta il sistema in una situazione di squilibrio interno.

Rimane da ricorrere ad una correzione di esso mediante la riduzione del saggio di interesse ad Or^1 , in modo da fare aumentare la domanda di consumi e di importazioni. Ciò riporta in una posizione di equilibrio interno (in U), ma di squilibrio esterno.

L'a. conclude che l'impiego della leva fiscale per l'equilibrio esterno e di quella monetaria per l'equilibrio interno conduce il sistema ad una serie di situazioni instabili, reciprocamente incompatibili.

Si supponga, viceversa, l'impiego della leva fiscale per l'equilibrio interno e di quella monetaria per quello esterno.

Ripartendo da W , si aumenti il tasso d'interesse ad Or^3 , fermo rimanendo il *surplus* di bilancio, in modo da indurre una contrazione delle importazioni e delle esportazioni nette di capitali. Ciò consente di ottenere una situazione di equilibrio esterno in B , con combinazione Os^4/Or^2 di *surplus* di bilancio e di tasso d'interesse, e di squilibrio interno (che è in C). Si desume, però, che il divario tra le due situazioni è ora BC , dopo aver adoperato la leva monetaria per l'equilibrio esterno, mentre era $UV > BC$, quando, nella ipotesi precedente, si era adoperato la leva fiscale per l'equilibrio esterno.

Così con successive combinazioni di impieghi della leva fiscale per l'equilibrio interno, in modo da arrivare a C , e della leva

monetaria, e così via, si perviene a Q , ove l'equilibrio esterno e quello interno sono simultaneamente raggiunti.

Come si arguisce, la chiave di questa dimostrazione grafica sta nell'assumere che la FF abbia una inclinazione negativa maggiore di quella della XX . Se così è, consegue che esiste un punto in comune tra le due rette.

Il Mundell così sostiene l'assunto: sia raggiunto un punto L , a destra della FF , mediante un aumento del tasso d'interesse. Ivi si ha squilibrio attivo della bilancia estera, come pure squilibrio interno. Per ridurre lo squilibrio attivo della bilancia, arrecato dalla variazione positiva del saggio d'interesse, è necessario far ridurre le importazioni correnti: ciò che viene fatto mediante una prima riduzione ad Os^2 dell'avanzo di bilancio. Viene così raggiunta in J la linea dell'equilibrio interno, ma non ancora quella dell'equilibrio esterno.

Per le ipotesi fatte, lungo la XX la domanda interna è costante, quindi anche le importazioni in corrispondenza del punto J sono uguali a quelle la corrispondenza del punto Q (di equilibrio esterno ed interno). Ciò vuol dire che la variazione negativa sulle importazioni, provocata dall'aumento del tasso d'interesse, è neutralizzata dalla variazione positiva sulle importazioni, arrecata dalla riduzione del *surplus* di bilancio: perchè, appunto, l'una porta da Q ad L , e l'altra riporta da L a J . Ma in J le importazioni sono come in Q , dunque è come riportarle a Q (sempre per le sole importazioni).

E dato che la variazione positiva del tasso d'interesse ha effetti negativi sia sulle importazioni che sull'uscita di capitali, si arguisce anche che se la bilancia era in pareggio al punto Q , non può esserlo al punto J , perchè, appunto, resta scoperto un avanzo di capitali esteri.

Il Mundell può così concludere che, data la combinazione Os^2/Or^5 di surplus di bilancio e di tasso d'interesse, « il punto K sulla linea dell'equilibrio con l'estero si trova al di sotto del punto J », cioè su una linea FF « più inclinata della XX ».

Shaw aderisce a questa conclusione (6), « sebbene ciò non sia determinato *a priori* », egli argomenta, e sempre che « la propensione marginale all'importazione sia piccola rispetto alla propensione totale al consumo ».

(6) SHAW G. K., *ib.*, pp. 41-42, « La politica fiscale ».

II

Formulizzazione analitica del modello semplificato del Mundell, e prime osservazioni.

1. - *Il modello analitico.*

Il modo più pertinente di vagliare criticamente il modello del Mundell ci sembra di vederlo sotto l'aspetto del controllo della offerta di moneta ai fini dell'equilibrio economico generale interno e di quello esterno: vale dire sotto l'aspetto della discriminazione dei canali attraverso cui vengono distribuiti flussi monetari o comunque viene creata nuova moneta all'interno.

Basti ricordare nei riferimenti letterali del suo testo a « variazioni nella domanda provocate da manovre del tasso d'interesse », al ruolo prevalente che su questa deriva dalla creazione di moneta: veggasi il risalto costantemente dato a variazioni nel potere d'acquisto globale a disposizione della collettività, o più ancora specificamente il risalto dato al saldo di bilancio (*deficit* o *surplus*) come modo di immettere o di sottrarre potere d'acquisto globale alla collettività, e non mai alla composizione delle entrate o delle spese pubbliche od alla loro dimensione.

Il modo alternativo di vagliare il modello, ossia in sede di controllo degli impieghi dei flussi monetari distribuiti, pur potendosi fare, e come è stato fatto in vari studi, lascia aperti troppi punti interrogativi (veggasi la mancata considerazione esplicita della composizione del bilancio pubblico), minorativi della effettiva portata degli strumenti impiegati.

Questo secondo modo sarà considerato in successivo studio; ma non più per vaglio critico del modello di Mundell, trattandosi di ipotesi diverse, tutto sommato, da quelle su cui è fondato il suo suggerimento conclusivo bensì per ulteriore prosecuzione.

Riprendendo, dunque, dal breve *résumé* iniziale, il modello del Mundell, di breve periodo, la domanda interna è una funzione decrescente del saggio d'interesse; l'importazione netta di capitali esteri a breve è una funzione crescente del saggio d'interesse.

Infine, la domanda interna è una funzione decrescente del *sur-*

plus di bilancio : vale dire essa è una funzione crescente del reddito, disponibile al netto da fattori fiscali (Y_d) (7).

Tutto ciò è considerato in termini aggregati. Nessuna relazione ivi è considerata tra fattore fiscale e movimento dei capitali esteri.

L'esposizione può essere tradotta analiticamente nel seguente modo :

$$C + I = f(-r) \quad (1) \qquad C + I = f - (T - G) = f(+Y_d) \quad (6)$$

$$M = f(-r) \quad (2) \qquad M = f - (T - G) = f(+Y_d) \quad (7)$$

$$k = f(+r) \quad (3) \qquad Y_d = C_m + I_m + (E - M) - (T - G) \quad (8)$$

$$K = c \quad (4) \qquad C_m + I_m = C + I + M \quad (9)$$

$$E = c \quad (5) \qquad E - M = -k - K \quad (10)$$

ove : C ed I sono gli impieghi interni di beni di consumo e di beni finali di investimento prodotti all'interno ;

M sono le importazioni di beni di consumo e di investimento ;

k sono le entrate nette di capitali finanziari esteri a breve ;

K sono le entrate nette di capitali finanziari esteri a lungo termine ;

r è il tasso di interesse a breve ;

c indica costante ;

T sono le imposte interne ;

G è la spesa pubblica ;

Y_d è il reddito nazionale lordo, ai prezzi di mercato, monetariamente disponibile per spese all'interno, ossia rappresenta la offerta, espressa in valori monetari ;

f indica funzione ;

C_m ed I_m sono i consumi ed investimenti totali interni.

Il modello pone alcuni vincoli, le cui condizioni sono lasciate implicite.

In particolare il postulato di una relazione decrescente tra impieghi interni del reddito, e tasso d'interesse o surplus di bilancio è soggetto a molte limitazioni, che vedremo nella parte finale ; tuttavia, in senso molto generico li si può accettare come ipotesi di lavoro.

(7) Nel corso dell'esposizione, discorrendo di bilancio, si intende « bilancio delle entrate e spese dello Stato o in genere della pubblica amministrazione » ; mentre discorrendo di bilancia estera si intende la « bilancia dei pagamenti internazionali ».

Il vincoli di costanza del movimento capitali esteri e delle esportazioni al variare della domanda interna non si possono, invece, accettare nemmeno in senso molto generico, Essi sono veri e propri obiettivi, il cui raggiungimento richiede l'approntamento di specifici, aggiuntivi, strumenti.

Ai fini dell'analisi del modello, essi saranno, tuttavia, accettati nello spirito delle approssimazioni successive, salvo ritornarvi, abbandonando tali vincoli di costanza, nei susseguenti paragrafi.

Infine, per quanto riguarda lo strumento fiscale, esso è considerato *tout court* per gli effetti di espansione o di contrazione dei redditi monetari globalmente disponibili, che possano derivare da una politica di bilancio in deficit od in avanzo. Anche questa è una semplificazione eccessiva della funzione della politica fiscale: vi sono in essa, invero, sia gli aspetti di dimensione del bilancio che quelli di composizione qualitativa. Così, a parità di saldo, l'impiego di una imposta diretta avrà effetti monetari diversi sul livello del reddito monetario globale disponibile, rispetto all'impiego di un'imposta indiretta.

Il modello ragiona, poi, in ipotesi di cambi fissi. Se si accosta la ultima considerazione con questo vincolo, vale dire la considerazione che, dato un certo saldo di bilancio, l'impiego di un'imposta indiretta in luogo di imposta diretta, avrà effetti monetari presumibilmente più ampi sul livello dei prezzi, si desume che quest'ultimi sono incompatibili con cambi fissi.

Accetteremo, tuttavia, anche queste semplificazioni per una prima analisi, sempre nello spirito delle approssimazioni successive, che poi integreremo, esplicitando le condizioni implicite per l'accettabilità del modello.

2. - *Sviluppi analitici del modello: prima verifica delle condizioni per la differente inclinazione relativa delle rette degli equilibri interno ed esterno. L'ipotesi di invarianza del peso relativo delle importazioni al variare della domanda globale, con impieghi degli strumenti monetario o fiscale.*

Ciò posto, sia individuato un punto *P* di squilibrio (cfr. grafico 2), da cui muovere per arrivare agli equilibri interno ed esterno, rappresentati da linee, individuate mercè movimenti da posizioni puntuali di squilibrio verso il luogo delle posizioni di squilibrio.

Si supponga che la posizione di squilibrio esterno sia dovuta, ad eccesso di esportazioni sulle importazioni, dato un certo saldo del movimento capitali esteri, e quella di squilibrio interno sia dovuta ad eccesso di offerta sulla domanda.

Per le ipotesi fatte, il movimento da P dovrà essere verso sinistra o verso il basso, perchè solo così si provoca un aumento della domanda interna ed una riduzione del saldo attivo nel movimento capitali esteri.

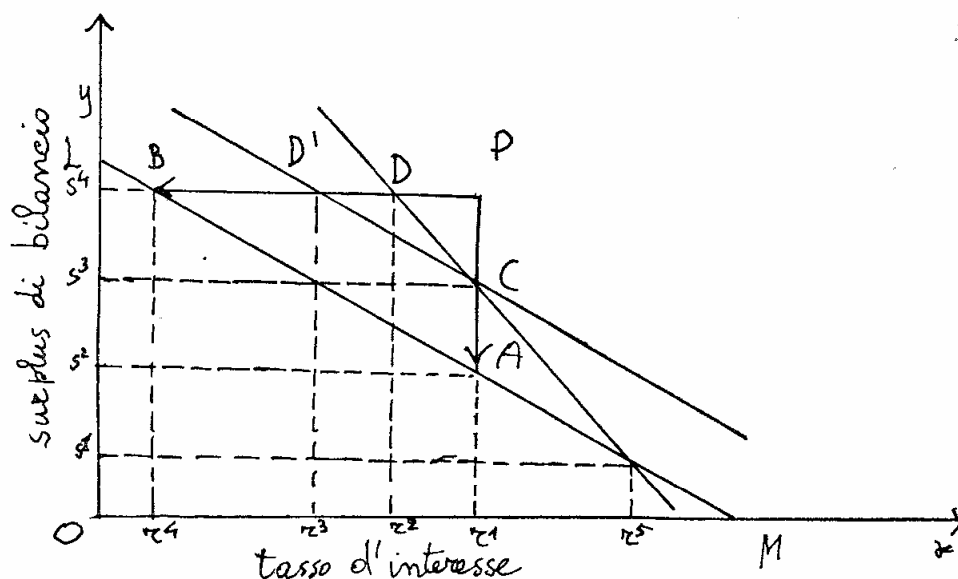


Grafico 2

Si supponga che una riduzione del surplus di bilancio da P ad A sia sufficiente ad intersecare la linea dell'equilibrio interno, così come una riduzione del tasso d'interesse da P a B sia sufficiente ad intersecare la linea medesima, in un periodo di tempo t .

Il rapporto PA/PB è il coefficiente angolare, negativo, della retta lungo la quale sono le possibili combinazioni di $(T-G)$ e di r atta a raggiungere l'equilibrio interno.

Gli aumenti della *domanda* interna ottenuti da variazioni negative di PA e PB sono uguali; non sono, invece, necessariamente uguali i due segmenti PA e PB , perchè essi sono determinati dalle rispettive funzioni che possono essere diseguali, (Cfr. pag. 8).

Supponendo lineari tali funzioni, per stare all'ipotesi semplificata del testo in esame, il coefficiente angolare (negativo) di

esse indica la variazione, nella domanda, provocata da una variazione unitaria del tasso d'interesse o del *surplus* di bilancio, data una certa definizione dell'unità di tasso l'interesse e dell'unità di *surplus* di bilancio, nel periodo t .

Se $-(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0$ è il coefficiente angolare della somma di (1) e (2) esplicitata con riferimento a periodo t , ove $(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})$ è il valore di $(C + I + M)$ per $r = 0$, ed r_0 è il valore di r per $(C + I + M) = 0$, si ha :

$$\Delta r^t \cdot (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0 = \Delta (C_r + I_r + M_r)^t \quad (13)$$

Ossia il prodotto di una data variazione del tasso d'interesse effettuata in dato periodo t , per il coefficiente angolare suddetto è uguale alla variazione della domanda, conseguente a quella data variazione del tasso d'interesse ($dr = PB$), nel periodo medesimo.

Dalla (13) si ricava :

$$\Delta r^t = \frac{\Delta (C_r + I_r + M_r)^t}{(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0} \quad (14)$$

ove : $\Delta r^t = PB$ è la variazione del tasso d'interesse necessaria per ottenere la variazione, nella domanda, atta a far raggiungere la posizione di equilibrio interno, in periodo t .

$\Delta (C + I + M)^t$ è la variazione nella domanda, conseguente a Δr .

Analogamente, se $-(C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)$ è il coefficiente angolare della somma di (6) e (7) calcolata con le stesse modalità che per la (1) e (2) (cfr. più sopra), si ha in periodo t ;

$$\delta (T - G)^t \cdot (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0) = \delta (C_g + I_g + M_g)^t \quad (15)$$

Ossia il prodotto di una data variazione del *surplus* di bilancio, in periodo t per il coefficiente angolare dalla somma di (6) e (7) indica la variazione, nella domanda, conseguente alla variazione di bilancio, suddetta [$\Delta (T - G)^t = PA$], nel periodo considerato. Dalla (15) si ricava :

$$\delta (T - G)^t = \frac{\delta (C + I + M)^t}{(C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)} \quad [16]$$

Poichè, in base alle ipotesi fatte, i movimenti da P ad A e da P a B devono imprimere uguali variazioni complessive nella domanda, nel periodo t , si deve avere :

$$\Delta (C_r + I_r + M_r)^t = \Delta (C_g + I_g + M_g)^t \quad (17)$$

Se $\Delta (T - G)^t$ è il *quantum* di variazione di surplus di bilancio equivalente a r^t ai fini della (17), il rapporto $PA/PB = \Delta (T - G)^t / \Delta r^t$, compatibile con la (17), è dato da :

$$\begin{aligned} \frac{\Delta (T - G)^t}{\Delta r^t} &= \frac{\Delta (C_g + I_g + M_g)^t}{C_{g0} + I_{g0} + M_{g0} / (T_0 - G_0)} \cdot \frac{(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0}) / r_0}{\Delta (C_r + I_r + M_r)^t} = \\ &= \frac{(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0}) / r_0}{(C_{g0} + I_{g0} + M_{g0}) / (T_0 - G_0)} \quad [18] \end{aligned}$$

Si trae che il rapporto tra le variazioni, positive o negative (purchè dello stesso segno) del surplus di bilancio e del tasso d'interesse, necessarie a far conseguire una uguale variazione nella domanda, è uguale all'inverso del rapporto positivo, tra i coefficienti angolari delle rispettive funzioni.

Si desume che se le variazioni del *surplus* di bilancio e del tasso d'interesse sono di segno contrario, il rapporto tra i coefficienti angolari suddetti è negativo. Questa è l'ipotesi qui considerata, e perciò tale rapporto è il coefficiente angolare della XX , dato da

$$(XX) = \frac{+ \Delta (T - G)^t}{- \Delta r^t} = \frac{+ (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0}) / r_0}{- (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0}) / (T_0 - G_0)} ;$$

oppure da :

$$\frac{- \Delta (T - G)^t}{+ \Delta r^t} = \frac{- (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0}) / r_0}{+ (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0}) / (T_0 - G_0)} \quad (18)$$

Si riparta da P per raggiungere la linea dell'equilibrio esterno, in periodo t . Se ciò si persegue mediante riduzioni del *surplus* di bilancio atte a far aumentare le importazioni il punto di arrivo dovrà essere in C , tra P ed A . Infatti le importazioni sono una parte della *domanda complessiva*.

Viceversa, se la linea dell'equilibrio esterno viene perseguita mediante riduzioni del tasso d'interesse, il punto di arrivo dovrà essere in D , tra P e B , per la stessa ragione di cui sopra. Ma non è questo che interessa qui essenzialmente, quanto se il rapporto PC/PD sia maggiore, minore od uguale al rapporto PA/PB .

In modo analogo che per quest'ultimo, il valore del rapporto PC/PD è dato dalle funzioni (2), (3) e (7), riassunte nella (10), e dalla (18).

In particolare PC , ossia la variazione di *surplus* di bilancio atta a far raggiungere l'equilibrio esterno in periodo t è data dal prodotto del coefficiente angolare della (7) per la variazione suddetta di *surplus* di bilancio. In simboli :

$$\Delta (T - G)^t [M_{g0}/(T_0 - G_0)] = \Delta M_g^t \quad (19)$$

dove $M_{g0}/(T_0 - G_0)$ è il coefficiente angolare delle (8), calcolato con le stesse modalità che per la (1) e (2) da cui si ricava :

$$\Delta (T - G)^t = \frac{\Delta M_g^t}{M_{g0}/(T_0 - G_0)} \quad (20)$$

Così pure PD , ossia la variazione di tasso di tasso d'interesse necessaria a far raggiungere l'equilibrio esterno in periodo t , è data dal prodotto del coefficiente angolare della somma di (2) e (3) per la variazione suddetta di tasso d'interesse. In simboli :

$$\Delta r^t [(M_{r0} - k_{r0})/r_0] = \Delta M_r^t - \Delta k_r^t \quad (21)$$

dove : $(M_{r0} - K_{r0})/r_0$ è il coefficiente angolare della (11) ; da cui si ricava :

$$\Delta r^t = \frac{\Delta M_r^t - \Delta k_r^t}{(M_{r0} - k_{r0})/r_0} \quad (22)$$

Sostituendo a PC e PD i rispettivi valori dati dalla (20) e dalla (21), si ha :

$$\frac{\Delta (T - G)^t}{\Delta r^t} = \frac{\Delta M_g^t}{M_{g0}/(T_0 - G_0)} \cdot \frac{(M_{r0} - k_{r0})/r_0}{\Delta M_r^t - \Delta k_r^t} \quad (23)$$

Dato che le due variazioni, negative, ipotizzate, di *surplus* di bilancio e di tasso d'interesse devono alternativamente raggiungere la linea dell'equilibrio esterno, in tempo t , la variazione positiva delle importazioni indotta dalla prima deve essere uguale alla variazione positiva indotta dalla seconda nelle importazioni al netto della variazione negativa nel saldo attivo movimento capitali a breve dello stesso periodo t . In simboli :

$$+ \Delta M_g^t = + \Delta M_r^t - (-\Delta k_r^t); \quad + \Delta M_g^t = + \Delta M_r^t + \Delta k_r^t \quad (24)$$

per cui la (23) diviene :

$$\frac{\Delta (T - G)^t}{\Delta r^t} = \frac{(M_{r0} - k_{r0})/r_0}{M_{g0}/(T_0 - G_0)} \quad (25)$$

Si conclude che il rapporto tra le variazioni, positive o negative (purchè dello stesso segno) del *surplus* di bilancio e del tasso d'interesse, necessario a far raggiungere uno stesso, prefissato, livello di equilibrio esterno in tempo t , è uguale all'inverso del rapporto positivo, tra i coefficienti angolari delle rispettive funzioni.

Si desume che se le variazioni del *surplus* di bilancio e del tasso d'interesse sono di segno contrario, il rapporto tra i coefficienti angolari suddetti è negativo. Questa è l'ipotesi qui considerata e perciò tale rapporto è il coefficiente angolare della FF , dato da :

$$(FF) = \frac{PC}{PD} = \frac{+ \Delta (T - G)^t}{-\Delta r^t} = \frac{[+M_{r0} - (-k_{r0})]/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)};$$

oppure da

$$\frac{- \Delta (T - G)^t}{+ \Delta r^t} = \frac{[-M_{r0} - (+k_{r0})]/r_0}{+ M_{g0}/(T_0 - G_0)} \quad (26)$$

Giunti a questo punto, la verifica della inclinazione relativa delle linee dell'equilibrio interno ed esterno, si riduce al confronto dei rispettivi coefficienti angolari, dati dalla (18) e dalla (26).

In riassunto, si deve verificare se :

$$\frac{[+ M_{r0} - (-k_{r0})]/r_0}{- M_{g0}/(T_0 - G_0)} < \frac{+ (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0}{-(C_0 + I_0 + M_0)/(T_0 - G_0)} \quad (27)$$

e portando tutto a primo membro :

$$\frac{[+ M_{r0} - (-k_{r0})]/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{+(C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0}{-(C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)} < 0 \quad (28)$$

Dal confronto dei membri si desume, in prima approssimazione, che la disequaglianza si verifica se il peso relativo delle importazioni rispetto alla domanda globale non viene modificato dalle variazioni del tasso d'interesse o del *surplus* di bilancio, a parità di variazioni nella domanda globale, nel periodo considerato.

Questa condizione implica che il rapporto tra il coefficiente angolare della funzione delle importazioni e quello della funzione della domanda globale non venga mutato nell'impiego dell'una o dell'altra leva.

In simboli, dev'essere :

$$M_{r0}/r_0 = \frac{1}{\alpha} (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0 ; \quad (29)$$

$$M_{g0}/(T_0 - G_0) = \frac{1}{\alpha} (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)$$

dove α è un numero intero, positivo.

Da cui si trae :

$$\alpha M_{r0}/r_0 = (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_0 ; \quad (30)$$

$$\alpha M_{g0}/(T_0 - G_0) = (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)$$

Di questo tenendo conto, la (28) è trascrivibile :

$$\begin{aligned} & \frac{[+ M_{r0} - (-k_{r0})]/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{+ \alpha M_{r0}/r_0}{- \alpha M_{g0}/(T_0 - G_0)} < 0 ; \\ & \frac{+ M_{r0}/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{- k_{r0}/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{+ M_{r0}/r_0}{-M_{g0}/(T_0 - G_0)} < 0 \\ & - \frac{k_{r0}/r_0}{M_{g0}/(T_0 - G_0)} < 0 \end{aligned} \quad (31)$$

Poichè ad una variazione positiva del *surplus* di bilancio il coefficiente angolare della funzione delle importazioni è negativo e ad una variazione negativa del tasso d'interesse il coefficiente angolare della funzione del movimento capitali (netto) è negativo, il rapporto a primo membro è inferiore a zero, essendo preceduto da segno meno: vale dire la disequaglianza (31) è verificata, alla condizione indicata nel titolo (punto a).

Ossia, posto $1/\alpha = 1/2$, la retta dell'equilibrio esterno passa per CD (cfr. grafico 2); se $k = 0$, essa passerebbe per CD' , cioè sarebbe parallela alla retta dell'equilibrio interno (AB).

Questa è una fattispecie che realizza la differente inclinazione relativa delle due rette, dell'equilibrio esterno ed interno, maggiore nel primo caso che nel secondo.

3. — *Sulle possibilità di variazione, in generale, del peso relativo delle importazioni al variare della domanda globale con impiego dell'uno o dell'altro strumento e le conseguenze sull'inclinazione relativa delle due rette.*

3a. — Si vedrà come la manovra del *quantum* delle due leve incontri dei limiti nelle possibilità obiettive del sistema economico di raggiungere i due equilibri entro dati *tempi tecnici* ma anche negli *effetti collaterali* da essi provocati.

Questi effetti, chiamati « direzionali », possono rivelarsi interessanti, se siano perseguiti come veri e propri obiettivi di politica economica. Nel caso di specie, se la manovra delle due leve sul volume della domanda globale mira in particolare alla compressione delle importazioni, la dimensione della manovra può essere necessaria in misura proporzionatamente inferiore, che in assenza di tale effetto « direzionale ».

Ci si chiede se, di massima, l'effetto delle due leve possa essere diverso sulle importazioni, a parità di effetti sul volume della domanda globale, con impiego alternativo delle due leve medesime, ferma rimanendo l'ipotesi di positività della variazione della funzione del movimento capitali esteri (a saldo) relativamente al tasso d'interesse.

In questo modo facciamo una prima verifica sulla generalizzabilità della tesi di maggior inclinazione relativa della retta dell'equilibrio esterno secondo che venga impiegata l'una o l'altra leva.

Il discorso può essere impostato seguendo due linee : una di tipo disaggregato, vale dire in base al diverso processo di causa-effetto delle variabili specifiche alle importazioni messe in moto dalle due leve ; ed una di tipo aggregato, ossia in base alla rilevanza quantitativa delle stesse per la domanda globale, scissa in domanda privata e domanda pubblica.

3b. — Sotto il primo riguardo ed in modo rapido la relazione tra fattore fiscale e domanda è più o meno approssimata secondo che il procedimento di applicazione dell'imposta sia diretto o indiretto (soprattutto inteso, quest'ultimo, come gravante sulla produzione e gli scambi). Nel primo caso, il fattore fiscale colpisce direttamente la domanda (come potere di spesa) ; nel secondo caso, il fattore fiscale si trasmette alla domanda attraverso il settore produttivo, in tempi tecnici più o meno lunghi a seconda della fase di percussione dell'imposta, dei gradi di elasticità della domanda e dell'offerta, della fase ciclica e così via.

Le possibilità di modifica della domanda sono subordinate, in generale, ai livelli di reddito e di accumulazione del medesimo, da che può derivare, pur di seguito all'imposta, invarianza pro-tempore della domanda di consumi.

Così dicasi del fattore fiscale, come spesa pubblica (a pareggio o in disavanzo), in quanto essa eserciti una pressione sull'impiego delle risorse (cfr. teorema di Haavelmo, ma più specificamente le ipotesi in cui la disponibilità di risorse reali sia inferiore alla domanda effettiva in moneta, nei vari comparti).

Per quanto concerne la relazione tra tasso d'interesse e domanda, distinguiamo tra tasso d'interesse a breve, collegato con manovre monetarie di tipo globale (come la manovra del tasso di sconto, operazioni di mercato aperto, il vincolo delle riserve), e tasso d'interesse rispecchiante il tasso di rendimento del capitale in lungo termine. Qui ci riferiamo al primo, soprattutto. S'intende che tra i due non c'è vallo.

Ai fini che qui ci interessano, occorre anche distinguere la componente del risparmio, a fronte di fabbisogni per transazioni o per precauzione da quella per scopi speculativi : la prima, infatti, va messa piuttosto in relazione con le variazioni del reddito reale che del saggio d'interesse a breve, mentre quella per scopi speculativi va piuttosto messo in relazione con quest'ultimo. S'intende che le variazioni del tasso d'interesse a breve possono avere effetti sul potere d'acquisto

reale, e quindi indirettamente anche sul risparmio del primo tipo, come appresso vedremo.

Quanto al risparmio a breve, per scopi speculativi, un aumento del tasso d'interesse ha effetti piuttosto sullo stock di liquidità che sulla formazione di nuovo risparmio, e quindi non si trasmette direttamente sulla domanda di consumi (anche se il contrario non possa escludersi assolutamente).

Nel contempo l'aumento del tasso d'interesse *a riporto* riduce la domanda di credito per tali scopi e perciò riduce anche le possibilità stesse di trasmissione indotta di mezzi alle imprese. Conseguenza una riduzione nel finanziamento degli investimenti.

Più in generale, quanto alla domanda di credito a fronte di fabbisogni (quali che siano), un aumento del costo del danaro ha effetto disincentivante sulla domanda di esso per investimenti. Questo sarà visto alla fine (cfr. punto IV) con puntualizzazione del suo peso relativo.

Quanto alla domanda di credito per consumo, un aumento del tasso di interesse, in quanto abbia effetti negativi sulla stessa (al margine) ha rilevanza diretta sulla domanda di consumo nei paesi ove si faccia uso del credito diretto bancario o extra-bancario, a tali fini.

Qualora, invece, si faccia ricorso al credito presso le imprese (negozi di vendita al dettaglio), come è nella fattispecie più in uso, sempre a tali fini, le variazioni del tasso d'interesse si trasmettono indirettamente al consumo, attraverso l'aumento del tasso di sconto degli effetti cambiari, accesi presso le imprese. Ciò si traduce, infatti, in seguito ad aumenti conseguenti dei costi, tendenzialmente trasferiti sul consumo, in riduzione del potere d'acquisto reale dei redditi monetari, e perciò in contrazione della disponibilità per consumo.

Nel contempo, l'aumento del tasso d'interesse può influire negativamente sulla conservazione delle scorte di magazzino soprattutto per riguardo ai nuovi acquisti di scorte od alla conservazione in magazzino di certi livelli di scorte di prodotti finiti di cui regolare la immissione sul mercato: (s'intende, relativamente alla considerazione degli altri elementi, dal cui complesso viene tratta la decisione di investimento), in quanto esso offre alternative di miglior impiego: anche questo incentivo alla liquidazione ha effetti di contrazione dei prezzi.

In conclusione, un aumento del tasso d'interesse ha effetti negativi sulla domanda di consumi e di investimenti: ma questi ef-

fetti non sono settorizzabili agli impieghi finali. Essi sono il risultato di una serie di impulsi che promanano dal settore bancario e attraverso il settore produttivo vanno a parare sulla possibilità di impiego del reddito.

Un discorso a parte sembrerebbe dover farsi per le operazioni di mercato aperto, a sostegno della politica del *tasso di sconto* : le quali alla stessa stregua della manovra del debito pubblico o delle emissioni obbligazionarie in genere e della regolazione della quantità di moneta in circolazione, appaiono avere, in base alla stessa definizione, uno stretto e diretto collegamento con la domanda di consumo, se esse riescano ad interessare il risparmio in senso stretto (nuovi risparmi).

Siffatte operazioni sono divenute oggi, peraltro, oggetto di prelazione *de facto* da parte delle banche di credito ordinario, senza possibilità di contratto diretto con il risparmiatore. Da cui l'effetto precipuo di quelle manovre è la modifica della liquidità bancaria e quindi della capacità di credito bancario al consumo ed all'investimento. Vale dire, un tracciato che, alla stessa stregua del tasso di sconto, arriva al settore al consumo attraverso il credito effettivamente concesso al settore produttivo (dato che il credito diretto bancario al consumo è relativamente limitato, secondo gli usi prevalenti).

Per contro l'imposizione diretta appare avere effetti relativamente più « settorializzabili », perchè più immediati, sulla domanda. Questo è meno vero per l'imposizione indiretta, in base al meccanismo stesso d'imposta.

L'inverso è, per le due imposte, quando si tratta di colpire specifici consumi, sempre che vigano le condizioni per una rapida e totale traslazione dell'imposta indiretta, specifica.

Analoga differenziazione può farsi per la spesa pubblica, secondo che alimenti redditi da lavoro della pubblica amministrazione o investimenti (meccanismo più breve il primo, più lungo il secondo).

In quanto ciò sia, non può sostenersi in generale, sul piano disaggregato, che l'impiego alternativo delle due leve, monetaria e fiscale, non modifichi il peso relativo delle importazioni, rispetto alla domanda globale, a parità di effetti complessivi su quest'ultima, non solo, ma anche che detto peso relativo sia diverso secondo che venga impiegata l'una o l'altra leva.

E ciò per due ragioni principali : dato che il meccanismo esplicativo di effetti sulla domanda globale è diverso per le due leve, segue anche che la loro incidenza sulle fonti di finanziamento della spesa è diversa, a seconda che esse cadano su questa o quella cate-

goria di redditieri. Per cui, potendosi ritenere, in generale, che anche la propensione all'importazione sia diversa presso tali differenti classi, se ne deve trarre la conclusione, che le due leve possono modificare il peso relativo delle importazioni nella domanda globale ed in grado diverso, a seconda della leva.

La seconda ragione deriva dalla considerazione che le importazioni di un paese sono le esportazioni di altri paesi. Questo implica che le ragioni di scambio tra i due ordini di paesi possono assorbire in vario grado gli oneri dell'altro : cosicchè gli oneri per le importazioni, introdotti da dato paese nell'ambito di una manovra globale sulla domanda globale, sono soggetti ad un potere di elisione di grado differente da quelli gravanti sulle altre componenti della domanda : e diverso anche a seconda della leva che venga usata.

3c. — L'ipotesi, indicata nel titolo di questo paragrafo, viene confermata impostando il discorso sul piano aggregato.

La manovra del tasso d'interesse crea le condizioni per variazioni nella ripartizione della destinazione della ricchezza (redditi e stock di liquidità o quasi-liquidità), ma i centri decisionali della domanda globale di merci e servizi rimangono gli stessi prima e dopo la manovra. Invece, la manovra fiscale modifica anche i rapporti tra i centri decisionali, giacchè essa sostituisce ad una parte della domanda privata una domanda pubblica, e viceversa.

Se si assume che la domanda privata abbia preferenze diverse che la domanda pubblica, si desume che variazioni nel tasso d'interesse o nel *surplus* di bilancio modificano i pesi relativi delle importazioni rispetto alla domanda globale, a parità di effetti complessivi su quest'ultima.

Un discorso particolare va, poi, fatto per quei paesi, come l'Italia, il cui reddito sia in gran parte dovuto alla trasformazione di prodotti importati e poi riesportati. In tali casi l'importazione è funzione della domanda estera : da cui, supponendo invariate le esportazioni (questa ipotesi è discussa più oltre), come in questo modello del Mundell, le variazioni nella domanda globale interna, di seguito alle manovre fiscali e monetaria, comportano necessariamente una ripercussione sulle importazioni, che è diversa da quella sulle altre componenti della domanda globale di consumi e beni finali strumentali per l'interno.

Su questa base, anche ammesso che il movimento capitali abbia sensibilità alle sole manovre del tasso d'interesse, la differente pre-

sunta maggior inclinazione della retta dell'equilibrio esterno può venir corretta dalla differente sensibilità delle importazioni alle due leve.

Si affaccia qui l'eventualità di parallelismo delle due rette dell'equilibrio esterno ed interno, per cui muovendo verso l'equilibrio interno, ci si allontana dalla retta dell'equilibrio esterno.

Riassumendo quanto espresso, abbiamo :

$$M_{r0}/r_0 = \frac{1}{\alpha'} (C_{r0} + I_{r0} + M_{r0})/r_{r0} \quad ; \quad (32)$$

$$M_{g0}/(T_0 - G_0) = \frac{1}{\alpha''} (C_{g0} + I_{g0} + M_{g0})/(T_0 - G_0)$$

ove : α' ed α'' sono due numeri interi positivi, diversi tra loro.

Le due equazioni esprimono che i rapporti tra i coefficienti angolari della funzione delle importazioni e di quella della domanda globale sono differenti secondo che la variabile indipendente sia il tasso d'interesse o la manovra di bilancio : vale dire che, data una posizione iniziale in cui le importazioni sono una certa quota della domanda globale, nella posizione finale le importazioni *sono una frazione diversa della domanda globale*, secondo che la variazione di quest'ultima sia perseguita con manovra monetaria o fiscale.

Ciò tenendo presente, la (28) è trascrivibile :

$$\frac{+ M_{r0}/r_0}{- M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{- k_{r0}/r_0}{- M_{g0}/(T_0 - G_0)} - \frac{+ \alpha' M_{r0}/r_0}{- \alpha'' M_{g0}/(T_0 - G_0)} \leq 0 \quad (33)$$

per cui, in caso di negatività la FF è più inclinata della XX

» » » nullità » » parallela alla »
 » » » positività » » meno inclinata della ».

Sviluppando si ha :

$$\frac{[\alpha'' M_{r_0}/r_0] - [-\alpha'' k_{r_0}/r_0] - [+ \alpha' M_{r_0}/r_0]}{-\alpha'' M_{g_0}/(T_0 - G_0)} \leq 0 ;$$

$$(\alpha'' - \alpha') M_{r_0}/r_0 - (-\alpha'' k_{r_0}/r_0) \geq 0 ; (\alpha'' - \alpha') M_{r_0}/r_0 \geq -\alpha'' k_{r_0}/r_0 ;$$

$$\frac{\alpha'' - \alpha'}{\alpha''} \geq \frac{-k_{r_0}/r_0}{+ M_{r_0}/r_0} ; 1 - \frac{\alpha'}{\alpha''} \geq \frac{-k_{r_0}/r_0}{+ M_{r_0}/r_0} . \quad (34)$$

Si conclude che la retta dell'equilibrio esterno FF è più inclinata di quella dell'equilibrio interno XX , se per $\alpha'' \geq \alpha'$ la differenza tra l'unità ed il rapporto tra il peso relativo del coefficiente angolare della funzione delle importazioni rispetto a quello della funzione della domanda globale, in ipotesi di manovra fiscale, e lo stesso peso relativo in ipotesi di manovra monetaria, è maggiore del rapporto tra i coefficienti angolari della funzione del movimento capitali e della funzione delle importazioni, in ipotesi di manovra monetaria.

Come pure la retta dell'equilibrio esterno è parallela a quella dell'equilibrio interno se per $\alpha'' < \alpha'$ la differenza medesima è uguale al rapporto tra i coefficienti angolari della funzione del movimento capitali e della funzione delle importazioni, in ipotesi di manovra monetaria.

Infine, la retta dell'equilibrio esterno è meno inclinata della retta dell'equilibrio interno se per $\alpha'' < \alpha'$ la differenza di cui a primo membro è inferiore al rapporto tra i coefficienti angolari della funzione del movimento capitali e della funzione delle importazioni, in ipotesi di manovra monetaria.

In grafico, le tre situazioni sono così rappresentabili :

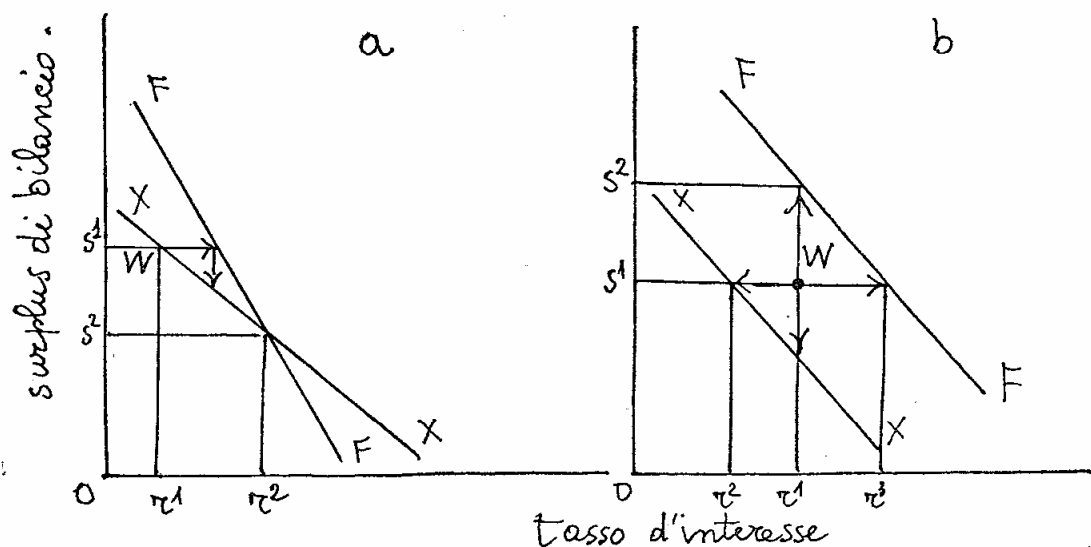
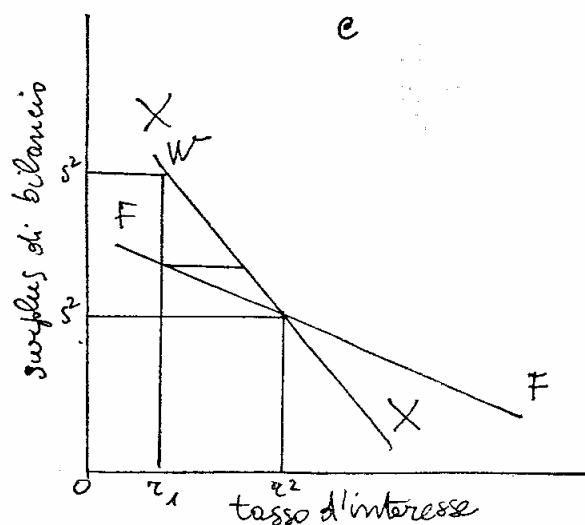


Grafico 3



La prima situazione (a), che corrisponde a quella prevista dal Mundell, richiede l'impiego della leva monetaria per l'equilibrio esterno e di quella fiscale per l'equilibrio interno ; la terza (c) richiede l'impiego della leva fiscale per l'equilibrio esterno e di quella monetaria per l'equilibrio interno ; la seconda (b) non ammette soluzioni simultanee di raggiungimento dei due equilibri, s'intende sempre con manovre indipendenti, di breve periodo, delle due leve, e fermi rimanendo i cambi.

III

1. — *Sulla compatibilità dell'ipotesi di invarianza delle esportazioni al variare delle importazioni per impiego delle due leve, e le conseguenze sulla inclinazione relativa delle due rette, dell'equilibrio esterno ed interno.*

Discutiamo la consistenza del *ceteris paribus* per le esportazioni, supposto nel modello del Mundell e necessario ai fini delle conclusioni relative, al variare della domanda globale interna (Cfr. i rilievi del punto II § 1). Già si è illustrato come nel breve periodo, gli impulsi della manovra monetaria del tasso d'interesse vengano trasmessi alla domanda precipuamente attraverso il sistema produttivo. Invece, gli impulsi della manovra fiscale si trasmettono alla domanda attraverso il sistema produttivo precipuamente con l'imposizione indiretta sulla produzione e gli scambi; mentre con l'imposizione diretta la relazione tra manovra fiscale e domanda è relativamente più stretta, s'intende in teoria pura. Segue, poi, la spesa pubblica e di qui un saldo attivo o passivo di bilancio.

Si parta da una situazione in cui v'è equilibrio tra domanda sull'offerta, all'interno, ma eccesso delle importazioni sulle esportazioni, e si persegua l'equilibrio esterno con la manovra monetaria, poniamo un aumento del tasso di sconto sostenuto da altre operazioni monetarie, (si noti che il sistema torna sempre in equilibrio, attraverso l'aumento dei prezzi, ma qui facciamo riferimento all'equilibrio stabile di pieno impiego).

Se l'effetto sul tasso d'interesse riesce a contrarre la domanda, dati certi livelli di costi (aumentati in seguito alla maggior onerosità per interessi sulle operazioni di credito), e quindi anche a far contenere i prezzi, è logico che accanto alla riduzione delle importazioni ed all'afflusso di capitali esteri a breve si abbia anche un incentivo all'aumento delle esportazioni, perchè relativamente più a buono mercato.

In questo modo, la contrazione della domanda interna avviene per due motivi: diminuiscono le importazioni ma anche defluiscono verso l'estero (nuove esportazioni) dei beni prima impiegati all'interno, a meno che l'afflusso di capitali venga immediatamente impiegato in acquisto di beni all'estero. Ma questo è contrario allo spirito del riequilibrio esterno qui ipotizzato ed anzi è divenuto uso con-

siderare tali mezzi precipuamente se non esclusivamente in funzione del mantenimento della riserva (su questo punto torneremo tra le conclusioni).

Tale manovra può riequilibrare la bilancia, però può creare una situazione deflazionistica all'interno.

A questo punto facciamo intervenire la manovra di bilancio.

Siano tre ipotesi: *a*) si riduca il *surplus* di bilancio attraverso una riduzione delle imposte dirette, ferma rimanendo la spesa pubblica. Conseguirà un certo effetto espansionistico della domanda privata.

Dacchè l'aumento del tasso d'interesse costituisce un onere, le possibilità di scavalco del medesimo si hanno solo ricostituendo l'equilibrio tra ricavi e costi: vale dire quest'ultimo è possibile solo attraverso un aumento dei prezzi.

La situazione di sottoimpiego dei fattori, cui abbia condotto la manovra monetaria restrittiva, potrebbe far arguire che la manovra espansionistica di bilancio non faccia aumentare i prezzi. In una situazione di deflazione da costi, ossia da eccesso di immobilizzi (come quasi sempre è nelle situazioni deflazionistiche), il riequilibrio è possibile solo grazie ad aumenti dei prezzi, sostenuti dalla domanda.

Ipotesi *b*), si riduca il *surplus* di bilancio attraverso una riduzione delle imposte indirette, ferma rimanendo la spesa pubblica. Dato che le imposte indirette sulla produzione e gli scambi sono configurabili come costi di produzione, un loro sgravio compensa la maggior onerosità per interessi. (Un caso simile sotto certi aspetti si è avuto in Italia con la cosiddetta fiscalizzazione degli oneri sociali).

Questo vuol dire che lo sgravio da imposta indiretta consente la ricostituzione dell'equilibrio tra ricavi e costi a livelli relativamente più bassi che non lo sgravio da imposta diretta.

Ipotesi *c*) si aumenti il disavanzo con un aumento della spesa pubblica, ferme rimanendo le imposte. Conseguirà un effetto espansionistico capace di ricostituire l'equilibrio tra ricavi e costi a livelli di prezzi relativamente elevati (compensativi cioè della relativa maggior onerosità per interessi).

In conclusione la manovra fiscale conforme alle ipotesi *a*) e *c*), dacchè ricostituisce l'equilibrio aziendale (e conseguentemente anche quello tra domanda e offerta, in quanto stimoli quest'ultima) a livelli monetari relativamente più alti fa aumentare ulteriormente le importazioni e diminuire le esportazioni: vale dire il riequili-

brio interno viene conseguito, ma sono anche create le condizioni per un ulteriore aggravio dello squilibrio esterno.

In termini macroeconomici questo può essere espresso scrivendo che l'espansione della domanda interna si svolge non solo con richiesta di nuove importazioni, ma anche attirando in impieghi interni beni che sarebbero stati destinati all'esportazione.

E la ragione di questo mancato avvicinamento dei due equilibri con impieghi di segno contrario delle due leve sta appunto in ciò: che esse non sono monetariamente simmetriche.

Segue di qui che la manovra fiscale di tipo *a*) e *c*) non deve solo preoccuparsi di controllare la domanda interna, ma deve prevedere anche la possibilità di politiche di discriminazione a favore delle esportazioni, sempre che si rimanga nell'ambito dell'ipotesi di cambi fissi. Questa esigenza diviene tanto più pressante nei paesi in cui le esportazioni siano il presupposto prospettico per gran parte delle importazioni (cioè, nel senso più ampio di creazione di capacità di importazione grazie all'impiego di redditi da esportazioni).

Un relativo maggior interesse, nello spirito della armonizzazione dell'impiego di segno contrario delle due leve, presenta invece la manovra fiscale di tipo *b*).

Essa, infatti, è quella tra le ipotesi fiscali considerate che più si adatta al tipo di manovra richiesto per l'impiego « appropriato » delle due leve.

Va tenuto presente che il modello di Mundell conta sull'afflusso di capitali a breve, ai fini della valutazione della posizione complessiva della bilancia dei pagamenti. S'intende, ovviamente, che questa valutazione diviene economicamente significativa per l'equilibrio se è fatta in contesto che conta anche, fondamentalmente, sull'invarianza delle esportazioni, ma soprattutto, aggiungeremmo, sull'aumento delle esportazioni, dato che il riequilibrio interno ed esterno deve avvenire pro-tempore a scapito delle importazioni. Vale dire, il riequilibrio interno non può essere ancora di pieno impiego se avviene a scapito delle importazioni, tranne che i fattori produttivi siano disposti ad accettare relative minori remunerazioni reali. (Si deve, infatti, tener conto che le importazioni sono il secondo termine dello scambio con beni di produzione interna, primo termine dello scambio medesimo).

Delle tre possibili manovre fiscali si è visto che la *b*) è la più idonea per l'impiego « appropriato » nel senso indicato dal Mundell;

in concreto quella più facile ad attuarsi è la c) (politica del bilancio in disavanzo).

A questo punto, prima di escludere la validità tecnica del ricorso a tale leva, per i fini qui perseguiti, diviene obbligo guardarsi intorno, vale dire a quello che fanno gli altri paesi.

Se, in questi paesi albergano situazioni inflazionistiche, in vario grado, la politica di bilancio in disavanzo del primo può non contrastare con l'obiettivo di sostegno delle esportazioni, se, appunto i gradi di inflazione di questo sono inferiori o uguali a quelli degli altri paesi. Ma se così non è, non v'è che da ricorrere all'aggiustamento del cambio, soluzione estrema qui non considerata: ma non perchè non si possa alternativamente imporre lo stesso l'equilibrio esterno, ma perchè l'unità monetaria interna non risponde più alla parità di potere d'acquisto con quelle esterne.

Nel seguito completeremo il sistema di equazioni adottato al punto II par. 1 supponendo che la manovra monetaria porti lo stesso segno della variazione delle esportazioni. (Ipotizziamo, quindi che la manovra fiscale sia solo di tipo b); oppure anche di tipo a) e c) purchè i gradi di inflazione degli altri paesi siano maggiori od uguali a quelli del paese che manovra le due leve per i fini qui tenuti presenti).

2. — *Sulla sensibilità comparata del movimento capitali esteri, a breve ed a lungo termine, alla politica monetaria ed alla politica fiscale, e verifica della preservazione o non di condizioni favorevoli allo investimento.*

Il modello del Mundell, si è visto, affida la dimostrazione della differente inclinazione relativa delle due rette, dell'equilibrio interno ed esterno, all'assunto che il movimento capitali sia sensibile alle variazioni del tasso d'interesse, e anche alla politica fiscale.

Dobbiamo ora fare un breve raffronto critico per i due strumenti.

Va esaminato congiuntamente, a nostro avviso, il quadro generale dell'economia, in data circostanza, con la manovra specifica dello strumento.

In linea di massima, qualunque impiego di fondi, sia a breve che a lungo termine, segue la medesima logica: quella di cercare il massimo rendimento relativo possibile. Ciò implica la previsione

di un contesto economico-reale in equilibrio a livelli crescenti, od almeno stabile, se a livelli costanti.

Per il problema specifico, ciò vuol dire che l'obiettivo dell'equilibrio interno è propedeutico alla possibilità che la manovra del tasso d'interesse possa avere una qualche efficacia sul movimento internazionale dei fondi.

Su questa base ci pare pertinente sostenere, in via preliminare, che una qualunque manovra interna, fiscale, monetaria ... , in quanto sia considerata promuovere efficacemente l'equilibrio interno, è idonea ad attirare impieghi di fondi dall'estero. Vedremo, poi, gli effetti specifici.

2a. — Pertanto, per dare un senso concreto alla manovra del tasso d'interesse, come misura atta ad influenzare il movimento internazionale dei fondi, occorre assumere a base un concetto di tasso di rendimento, in senso lato, tale da abbracciare il mercato dei cambi (8).

In questi anni, tra i paesi industrializzati, il mercato finanziario è stato molto influenzato da preoccupazioni sul corso delle valute e nello stesso tempo dal massiccio intervento delle autorità a tutela della stabilità dei cambi collegamente al soddisfacimento di una relativa equilibrata ripartizione internazionale della liquidità (è di questi anni, la rivalutazione del mercato dei cambi a termine, a sostegno del dollaro (9). Questo fatto ha reso preminente la manovra diretta dello stock di valuta sulla manovra degli incentivi indiretti, ripartitamente tra i vari paesi, in funzione della stabilità dei cambi, e per di più con largo ricorso dei vari finanziatori alla copertura a termine: il che ha molto contribuito a rendere la manovra del tasso di sconto più segno della volontà dei governi di difendere la moneta, che uno strumento di attrattiva di capitali esteri. Ciò non toglie che in un clima di ritrovato equilibrio nella ripartizione internazionale dei mezzi di pagamento, e di più facilitata comunicabilità tra i mercati finanziari, la manovra del tasso d'interesse possa riacquistare un ruolo preminente nel movimento dei fondi,

(8) Cfr. su questi punti: G. CASTELLINO, *L'attività delle banche italiane nei rapporti con l'estero*, G. Giappichelli ed., Torino, 1964, cap. IV.

(9) Cfr.: G. U. PAPI, *Dizionario di economia politica* U. T. E. T., 1967, voci Cambio, cambio a termine; P. EINZIG, *A dynamic theory of forward exchange*, London, 1961, pp. 402-484.

a breve. Secondo gli esperti, questo presuppone anche che il mercato dei cambi a termine perda di importanza, a cui è propedeutica la stabilità interna.

Questo accostamento tra tasso di interesse e tasso di cambio muove dall'esigenza di valutare la funzione del primo collegatamente alle congiunture reali e monetarie dei vari paesi, le quali, appunto si riflettono sul cambio.

Ciò vuol anche dire che la manovra del tasso di interesse può avere un ruolo nel movimento internazionale dei fondi quando il tipo di operazioni compiuto all'estero contenga già in sé sufficiente garanzia di recupero dei fondi investiti.

E quindi l'ipotesi di cambi fissi, assunta nel modello del Mundell, è di puro comodo e necessariamente da abbandonare appena sia stato ristabilito il riequilibrio interno in condizioni di prezzi aumentati, stabili.

Vale dire che l'affidamento alla manovra del tasso di interesse di compiti di attrazione di capitali esteri è economicamente inconsistente in condizioni di squilibrio a prezzi crescenti nel paese di presunta immigrazione.

Le numerose esperienze odierne di prezzi crescenti simultaneamente nei vari paesi ha molto contribuito a distrarre l'attenzione degli economisti dalla manovra del cambio (ossia a farli ragionare come se i cambi fossero fissi nonostante aumenti nei prezzi mondiali), quale strumento di riequilibrio interno ed esterno, ed a farla concentrare su misure interne di politica economica: da cui in gran parte la crisi internazionale odierna economico-monetaria causata da un troppo prolungato impedimento di trasmissione di impulsi dal movimento dei prezzi al cambio.

Altro, invero, è la media dei prezzi od il loro livello, generale, nei vari paesi, altro è il rapporto tra i singoli prezzi, di cui è nota l'apertura a ventaglio, e presumibilmente diversa nei vari paesi, pur a parità di aumento del livello generale.

Per poter qui conservare l'ipotesi di cambi fissi, valga pertanto anche qui l'ipotesi generale che l'economia si trovi all'intorno del punto di equilibrio, allorché le autorità si dispongano ad adottare le misure di riequilibrio.

Ciò posto in via introduttiva generica, passiamo agli effetti specifici.

Quanto alla manovra del tasso d'interesse, valgono le osservazioni già fatte incidentalmente, in tema di limiti al suo impiego:

potersi, cioè, ammettere, di massima, che per il breve periodo, condizioni economiche generali permettendo, una variazione positiva del tasso di interesse sia elemento in sè incentivante l'afflusso di *capitali a breve*, ma anche incentivamente il deflusso di *capitali a lungo termine*.

La separazione tra i due ordini di capitali non è, però, così netta come sembrerebbe desumersi dalla rispettiva terminologia, sia perchè il rendimento a breve è collegato con quello a lungo termine, sia perchè quello che, a base dalla rispettiva denominazione, parrebbe investimento a lungo termine, può essere prontamente disinvestito e viceversa per quello che appare investimento a breve, continuamente reinvestito.

Dal punto di vista perseguito in questo paragrafo, distinguiamo i movimenti monetari per depositi a vista od a brevissimo termine, le nuove emissioni di titoli obbligazionari ed azionari, gli investimenti direttamente produttivi, gli investimenti di mero portafoglio (acquisto di effetti e titoli già collocati sul mercato).

I movimenti monetari suddetti, consistenti prevalentemente in depositi o accreditamenti di privati e banche estere presso le banche di dato paese, seguono la logica di muoversi in funzione delle differenze internazionali nei tassi d'interesse a breve.

Così pure è dei prestiti obbligazionari.

Le nuove emissioni azionarie e gli investimenti direttamente produttivi (costruzione di nuovi impianti ed ampliamenti di quelli esistenti) trovano, invece, un ostacolo nell'aumento dei tassi a breve, seguendo essi la logica di comparare quest'ultimi con il tasso di rendimento di lungo periodo. Ciò si può esprimere anche scrivendo che un aumento dell'onerosità dei capitali a breve riduce l'incentivo agli investimenti a lungo termine.

Un particolare discorso va fatto per gli investimenti di mero portafoglio, già collocato.

Dal punto di vista della convenienza dell'acquisto di titoli, un aumento del tasso d'interesse a breve ne fa scendere al quotazione.

Per lo speculatore ciò costituisce un aumento dell'onere dell'operazione di acquisto; per il risparmiatore, invece, è l'inverso.

Infatti, il primo acquista a termine. Giunto il termine confronta l'incremento di valore del titolo con il tasso d'interesse dei riporti. Se questo è aumentato, si riduce per lui l'utile netto.

Diversa è la convenienza per il risparmiatore, che si regola col tasso di rendimento di lungo periodo.

Questo vuol dire che colui che ha titoli non ha interesse a disfarsene, e colui che non ne ha, ha interesse ad acquistarne.

Sotto il primo riguardo, ciò implica un abbassamento della velocità di circolazione della moneta, vale dire il sistema vede restringersi i canali cui attingere liquidità.

D'altra parte, sempre che elevati tassi d'interesse non tocchino solo il mercato a breve, ma anche quello allungo termine (specie di seguito ad operazioni di mercato aperto) provocando la caduta delle quotazioni, il risparmiatore che si regoli con un certo tasso di rendimento da lui ritenuto realistico in lungo termine o comunque atteso alla scadenza, può trovare conveniente l'acquisto di portafoglio suddetto.

È opinione diffusa che i massicci investimenti esteri di portafogli effettuati in Italia negli anni '60 (in particolare nel 1963-66) siano stati determinati eminentemente dalle prospettive di rendimento a medio-lungo termine di quei titoli, in coincidenza con eccezionali abbassamenti delle quotazioni. Il che, per gli stranieri, è stato già per sé (ossia l'acquisto a bassa quotazione) una garanzia da eventuali slittamenti della lira.

Ciò riporta al discorso della inscindibilità della valutazione del tasso di rendimento a breve dall'opinione degli uomini di affari, corrente, circa l'andamento dell'economia di un paese (10), specie se il mercato finanziario internazionale sia preoccupato da problemi inerenti la stabilità del corso delle monete.

Si deve, pertanto, collocare in una prospettiva più ampia, che non quella della semplice manovra del tasso d'interesse a breve, il problema del controllo del movimento capitali esteri di portafoglio.

Si deve pur ricordare che anche per gli investitori esteri in titoli azionari di dato paese esistono, qualora in quest'ultimo, sia aumentato il tasso d'interesse, le remore consistenti in una relativa maggior onerosità del credito, che esistono per gli investitori nazionali. Tuttavia la dimensione internazionale di operazione di detti investitori esteri può sollevarli, almeno in parte, da tali problemi, nella misura in cui possano reperire fondi correnti a relativo più buon

(10) Cfr. su questi punti: H. G. JOHNSON, *Some aspects of the theory of economic policy in a world of capital mobility*, in « Essays in honour of Marco Fanno », a cura di T. Baglioni, Padova, 1966, p. 345. Ivi l'a., distingue tra investimenti direttamente produttivi e investimenti di portafoglio e mentre fa dipendere i secondi dal tasso d'interesse, collega i primi piuttosto al livello dell'attività produttiva di dato paese.

mercato all'estero : facilità che di massima non si ha per le imprese interne.

Da questo punto di vista, mentre in generale può assumersi che le variazioni del tasso d'interesse a breve, in senso lato, influenzino positivamente (se positive tali variazioni) il movimento capitali breve, in entrata, per il movimento *capitali a lungo termine* va fatto un discorso a parte, in caso di aumento del tasso di interesse a breve.

Infatti, relativamente ai capitali interni è presumibile un effetto incentivamente l'uscita dal paese ; mentre per quanto riguarda i capitali esteri è presumibile un effetto incentivamente l'entrata, se concorrono le condizioni, seddette, di abbassamento delle quotazioni, di facilità di reperimento di finanziamenti correnti, fuori dal paese ove sono diretti i capitali a lungo termine, se l'abbassamento delle quotazioni è piuttosto collegata all'aumento dei tassi a breve che alle previsioni di rendimento del capitale in lungo periodo.

Alcuni autori (11), nel formulare alcuni rilievi critici allo studio del Mundell, qui di riferimento, hanno messo l'accento sulla distinzione del movimento capitali in funzione del tasso d'interesse a breve, da quello determinato dagli « effetti di crescita » del reddito.

Per cui, a variazioni dei tassi di dato paese, fermi restando quelli di altri paesi, seguirebbero aggiustamenti nella ripartizione internazionale dei capitali esistenti, come stocks, ma non un flusso continuo. Invece, la formazione di nuovi investimenti di portafoglio, come conseguenza di impieghi di nuovi redditi, sono idonei alla formazione di un flusso continuo, ma sulla base di parametri di lungo termine.

Tenuto conto del primo punto, cessato il periodo di aggiustamento, le due rette dell'equilibrio esterno ed interno tornerebbero a divenire « parallele », e addirittura, se si considera il flusso in uscita costituito dal pagamento del « costo di interessi », la funzione dell'equilibrio esterno risulterebbe meno inclinata di quella dell'equilibrio interno.

2 b. — Quanto all'influenza della manovra fiscale sul movimento capitali da e per l'estero, la puntualizzazione fatta sulla inscin-

(11) Cfr. : T. D. WILLETT e F. FORTE, *Politica del tasso d'interesse ed equilibrio esterno*, 1969, rist. da ed. Il Mulino, 1971, Bologna, in « La bilancia dei pagamenti » (raccolta di Saggi), a cura di G. BASEVI, p. 241.

dibilità della ponderazione del tasso d'interesse dall'opinione degli uomini d'affari sulla situazione economica reale e monetaria di dato paese, già per sè introduce a considerare rilevante per il movimento capitali esteri anche il fattore fiscale (12).

Anche qui va fatta separazione tra il movimento *a breve* e quello *a lungo termine*.

L'impiego di fondi esteri a breve si regola coi tassi netti praticati dalle banche depositarie, vale dire come se su questi non gravasse l'imposta, dato che questa è strutturata in modo da essere trasferita sui mutuatari.

Ma altro è la forma, altro è la sostanza. Così, può non essere irrilevante l'attenzione data alla possibilità di addebitare l'imposta al depositante, nei casi in cui il giro non trovi impieghi e favorevoli nel paese di immigrazione del deposito stesso.

Come pure, se la politica fiscale dev'essere armonizzata con quella monetaria, può non essere irrilevante la possibilità di esentare dall'imposta l'afflusso di fondi dall'estero.

Può, però, anche darsi che l'onere diretto delle imposte sul tasso d'interesse a breve possa non avere una influenza immediata pro-tempore, per interferenza di fattori di elisione, pure pro tempore, relativamente al tasso d'interesse.

In ogni caso tre aspetti di grande rilevanza della politica fiscale non possono non avere altrettante rilevanza sul tasso a breve: il tasso di rendimento del debito pubblico, l'onere fiscale sui redditi, in generale, i deficit di bilancio.

Quanto al debito pubblico, il relativo tasso di rendimento si identifica sostanzialmente col tasso d'interesse di lungo periodo, a causa dei diretti condizionamenti del primo su quest'ultimo.

A sua volta il tasso d'interesse di lungo periodo trascina dietro quello di breve periodo.

Rinviamo alle considerazioni fatte più sopra, sulla rilevanza dei movimenti dei tassi a breve ed a lungo termine sugli investimenti esteri di portafoglio, anche per il debito pubblico.

Quanto ai disavanzi di bilancio, sopra si è ricordato come la causa, da alcuni ritenuta prevalente, degli altri tassi d'interesse negli Stati Uniti negli ultimi vent'anni, siano stati i persistenti disavanzi pubblici, di bilancio.

(12) Cfr. su questi punti: G. GOLA, *La formazione del mercato comune europeo dei capitali: aspetti fiscali*, in *Rivista Bancaria*, mar.-apr. 1973.

Quanto alle misure fiscali sui redditi, esse influiscono negativamente sulla domanda di credito per investimento, in quanto abbassano la curva dell'efficienza marginale del capitale salvo che la spesa pubblica non operi compensativamente: ciò che è verosimile solo per settori singoli.

Del resto, è noto come l'annuncio stesso di nuove misure fiscali, sui redditi da capitale, o su dati consumi di interesse diretto di date imprese i cui titoli siano quotati in borsa, si ripercuota immediatamente sulle quotazioni stesse (scendono le quotazioni dei titoli azionari, salgono quelle dei titoli obbligazionari). Ciò riporta quindi a considerazioni sul tipo di quelle fatte per tasso d'interesse, relativamente al movimento capitali a breve e di massima anche per il movimento capitali a lunga scadenza, tenendo però presente che la possibilità di ovviare alla relativa maggior onerosità corrente per interessi, nel paese di investimento, con reperimento di fondi a breve all'estero, non si presenta relativamente alla maggior onerosità per imposta, data la natura coattiva di quest'ultima.

Questo vuol dire che la manovra fiscale, che consista in relativa maggiorazione di oneri può aver effetti negativi, pro-tempore, dello stesso tipo che la manovra diretta del tasso d'interesse: sia per congiunture della politica fiscale con quest'ultima, sia per gli effetti sulla redditività, a breve, del capitale.

Tra le imposte aventi una particolare relazione con il movimento capitali esteri, sono non solo le imposte dirette sui redditi, ma anche quelle indirette sulla raccolta e circolazione dei capitali (13).

Si tratta, quanto alle prime, del regime tributario sui redditi societari, dividendi, interessi (da considerare anche sotto il profilo della doppia imposizione internazionale); quanto alle seconde, delle imposte prelevate in occasione della costituzione e trasformazione delle società, delle imposte sulle emissioni di azioni ed obbligazioni, sulle operazioni con cui effettuare il trasferimento dei titoli.

Questo sintetico quadro va integrato con gli oneri fiscali equipollenti, come i particolari regimi fiscali per il calcolo degli ammortamenti e delle scorte; nonché il trattamento degli incrementi di

(13) Cfr., su questi punti: A. PEDONE, *Movimenti di capitale ed armonizzazione fiscale, con particolare riguardo all'imposizione diretta*, in « Il piano Werner e l'armonizzazione fiscale nella C. E. E. », Atti del VI Convegno di studi della Società per lo studio dei problemi fiscali, Roma 28 maggio 1971, ed. Giuffrè, Milano, 1971, p. 156 ss.

valore patrimoniali, ciò che può costituire un veicolo di evasione fiscale specie per le imprese multinazionali, attraverso opportune tramutazioni di redditi in incrementi o viceversa a seconda del regime comparato fiscale sui redditi e sugli incrementi di valore patrimoniale (*capital gains*).

Concludendo, anche la leva fiscale ha rilevanza sul movimento capitali esteri, per cui si trova un nuovo motivo per ritenere non generalizzabile la tesi di maggior inclinazione relativa della retta dell'equilibrio esterno, rispetto a quella dell'equilibrio interno. Ciò è possibile, ma è anche possibile il suo contrario: e ciò perchè non è tanto l'impiego, in un senso o nell'altro, delle due leve che fa pendere l'ago della bilancia, quanto il peso delle due che arrivi in un momento in cui già il sistema nel suo complesso sia prossimo ad una posizione di indifferenza tra due sensi possibili di movimento. In altre parole, è tanto piccolo il peso relativo di una variazione possibile, di massima, delle *due leve* rispetto alle complessive variabili del sistema economico, che la loro influenza determinante verosimile deve essere valutata caso per caso: e non in contesti generalizzanti.

Avuto riguardo, poi, che il modello di Mundell prevede l'impiego di segno contrario, delle due leve, in modo da ottenere un certo effetto netto, che misura l'effettivo movimento del sistema, si avrà, poniamo: con un aumento del tasso d'interesse, una variazione positiva del movimento capitali esteri a breve, in entrata; con una riduzione del *surplus* di bilancio — aumento del *deficit* — che si traduca in un aumento della domanda globale, si ha anche una depressione sull'offerta di risparmio e quindi un effetto all'aumento del tasso d'interesse.

Il ruolo di questo secondo tipo di aumento del tasso d'interesse non è uguale a quello del primo; vale dire la loro differente genesi non porta a far attendere effetti cumulati, dello stesso segno, sul movimento capitali esteri.

Il primo tipo costituisce, infatti, un punto di partenza per l'inversione di una certa tendenza del sistema, un'operazione che mira a rendere il costo del denaro sproporzionato alle possibilità del sistema in modo da frenare la domanda.

Il secondo tipo costituisce, invece, un punto di arrivo del sistema: il tasso d'interesse aumenta per depressione della domanda sull'offerta di risparmio, vale dire è un tasso compatibile con il movimento monetario del sistema, vero essendo che un relativo alto tasso d'interesse non è « realmente » alto se nelle previsioni degli

operatori esso potrà essere facilmente recuperabile attraverso l'aumento dei prezzi delle merci vendute.

Questo vuol anche dire che per gli investimenti esteri a breve, un aumento del tasso d'interesse, indotto da pressioni monetarie, non ha stessa appetibilità del primo, essendo in gioco lo stesso capitale investito all'estero.

S'intende che la manovra di bilancio, avuto riguardo al grado di occupazione del sistema ed alla dimensione della manovra, non sempre avrà effetti inflazionistici. Ma il tipo di discorso va comunque tenuto presente nello spirito della coordinazione della manovra delle due leve; perciò, ai fini della formalizzazione del modello, assumeremo negativo l'andamento del movimento capitali esteri, a breve, in entrata, relativamente alla manovra positiva del *surplus* di bilancio.

Quanto al movimento capitali a lungo termine (di portafoglio e non), pur avendo riguardo alla rilevanza, su di esso, del tasso d'interesse a breve termine, dovranno ricercarsi motivazioni più complesse relative all'economia del paese, nella valutazione degli uomini d'affari, e più specificamente nella struttura della bilancia complessiva dei pagamenti con l'estero, in assenza di specifici controlli (sui cambi, amministrativi, e così via), sugli investimenti stessi.

Segue la necessità di considerare l'associazione di altre leve a quella monetaria od a quella fiscale, per far pendere l'inclinazione relativa delle due rette nel modo auspicato, compatibilmente con il sistema economico, per quanto concerne il movimento capitali. Vale dire, concludendo, prima ancora che di efficacia comparata delle due leve, è in gioco il problema di efficacia di ciascuna delle due leve.

Ciò introduce alla considerazione della strumentazione monetaria, varia, sperimentata in questi anni sulla regolazione della liquidità internazionale, la quale presuppone un contesto molto più ampio di quello della manovra unilaterale di dato paese (14).

Non potendo ciò considerare, qui, dovremmo assumere quasi indipendente dalla manovra delle due leve il movimento capitali a lungo termine: in tale spirito, assumeremo che il movimento capitali a lungo termine in uscita aumenti con l'aumentare del tasso

(14) Cfr., su questi punti: N. NARDUZZI, *Alcuni problemi di moneta e finanza internazionali*, C. Betti ed., Perugia, 1971.

d'interesse, che il movimento in entrata sia indipendente da tale tasso (sempre, a breve) che il movimento stesso a saldo (entrata meno uscita) vari negativamente all'aumentare del *surplus* di bilancio. Tutti questi assunti vanno presi *cum grano salis*, per quanto sopra puntualizzato.

In simboli :

$$-K_u = f(+r); K_u = f(-r)$$

$$K_i = K_i$$

$$K = f[-(T - G)]$$

$$k = f[-(T - G)]$$

3. — *Riassunto dei punti precedenti.*

In simboli che riassumano le osservazioni fatte sulle relazioni tra movimento capitali a breve e lungo termine e tasso d'interesse e manovra fiscale, nonché le osservazioni fatte per le relazioni tra quest'ultime e le esportazioni, abbiamo, ferma rimanendo la forma delle altre funzioni (cfr. punto II par. 1) ;

$$K_u = f(-r) \quad (1 \text{ bis})$$

$$E = f(+r) \quad (2 \text{ bis})$$

$$E = f[-(T - G)] \quad (3 \text{ bis})$$

$$K = f[-(T - G)] \quad (4 \text{ bis})$$

$$k = f[-(T - G)] \quad (5 \text{ bis})$$

ove : K_u è il movimento capitali, a medio-lungo termine, in uscita. In tale voce includiamo anche i cosiddetti investimenti esteri di portafoglio, non meramente speculativi. Supponiamo invece relativamente insensibile il movimento in entrata, al saggio di interesse a breve ;

K è il saldo attivo del movimento capitali, a medio lungo termine ;

k è il saldo attivo del movimento capitali a breve.

Ciò tenendo presente e supponendo anche qui lineari le funzioni esplicite relative, la funzione dell'equilibrio esterno relativamente al tasso d'interesse avrà un coefficiente angolare ottenuto dall'espli-

citazione della funzione composita (si ricordi che la bilancia è definita da $M - K - E - k$, oppure da $M - K_u - E - k$):

$$(-M) + (-K_u) - (+E) - (+k) = f(+r) \quad (6 \text{ bis})$$

e quindi il relativo coefficiente angolare è indicato da :

$(M_{r0} + K_{ur0} - E_{r0} - k_{r0})/r_0$, in cui i valori a numeratore sono quelli della variabile dipendente, per $r = 0$, ed il valore del denominatore è quello della variabile indipendente, per $M = 0$, $K_u = 0$, $E = 0$, $k = 0$.

In modo analogo, si ottiene la funzione dell'equilibrio esterno, relativamente al *surplus* di bilancio :

$$(-M) - (-K) - (-E) - (-k) = f(T - G) \quad (7 \text{ bis})$$

il cui coefficiente angolare è indicato da :

$(M_{g0} - K_{g0} - E_{g0} - k_{g0})/(T_0 - G_0)$, ottenuto per numeratore e denominato in corrispondenza, rispettivamente, della variabili, dipendente e indipendente, poste uguali a zero.

Di qui, in modo analogico a quanto ottenuto per la (1) e (2) ed alle condizioni (17) e [24], si ottiene il coefficiente angolare della retta dell'equilibrio esterno, esprime il luogo di tutte le combinazioni possibili di variazioni di *surplus* di bilancio e di tassi d'interesse atte a far raggiungere con impieghi alternativi delle due, in periodo t : il detto equilibrio detto coefficiente è dato dal rapporto :

$$\frac{\Delta(T - G)^t}{\Delta r^t} = \frac{(M_{r0} + K_{ur0} - E_{r0} - k_{r0})/r_0}{(M_{g0} - K_{g0} - E_{g0} - k_{g0})/(T_0 - G_0)} \quad (8 \text{ bis})$$

Ricordando che le variazioni, postulate, di tasso d'interesse e di surplus di bilancio statale, atte a far conseguire l'equilibrio esterno, devono essere di segno contrario, la retta dell'equilibrio esterno ha il coefficiente angolare negativo, espresso da :

$$\frac{+\Delta(T - G)^t}{-\Delta r^t} = \frac{[+M_{r0}) + (+K_{ur0}) - (E_{r0}) - (-k_{r0})]/r_0}{[(-M_{g0}) - (-K_{g0}) - (-E_{g0}) - (-k_{g0})]/(T_0 - G_0)} \quad (9 \text{ bis})$$

oppure da :

$$\frac{-\Delta(T-G)^t}{+\Delta r^t} = \frac{[(-M_{r0}) + (-K_{ur0}) - (+E_{r0}) - (+k_{r0})]/r_0}{[(+M_{g0}) - (+K_{g0}) - (+E_{g0}) - (+k_{g0})]/(T_0 - G_0)} \quad (10 \text{ bis})$$

Si trae, dato che il numeratore della (9 bis) è positivo, quello della (10 bis) è negativo, $(T - G)$ è positivo per definizione, che le due frazioni sono negative se :

$$|M_{g0}| > |K_{g0}| + |E_{g0}| + |k_{g0}|$$

In particolare se $|K_{g0}| + |E_{g0}| + |k_{g0}| = 0$, o comune se si suppone che la variazione di *surplus* di bilancio non abbia effetti sulle esportazioni e sul movimento capitali (ma anche che il movimento capitali di portafoglio sia nullo) ma, che la variazione nel tasso di interesse abbia effetti, nel senso da noi ipotizzato, sulle esportazioni e sul movimento capitali, la tesi del Mundell, basata su limitate ipotesi, secondo cui la retta dell'equilibrio esterno è maggiormente inclinata di quella dell'equilibrio interno è avvalorata a fortiori.

Tuttavia non sarebbe rispondente alla considerazione, approssimata al concreto, dei fenomeni economici, l'assumere in partenza che il fattore fiscale non influenzi le esportazioni ed il movimento capitali, per cui l'effettiva inclinazione della retta dell'equilibrio esterno va ricercata in tale più comprensiva, peraltro essa stessa non esauriente, visione.

Va anche notato che tale più comprensiva visione degli effetti delle leve monetarie e fiscali sulla inclinazione delle rette dell'equilibrio esterno comporta la considerazione della possibilità di uno spostamento della stessa retta dell'equilibrio interno di pieno impiego : questo spostamento va soprattutto collegato, per gli aspetti qui evidenziati, alle variazioni nelle esportazioni e nel movimento capitali.

IV

Osservazioni finali : il problema dei modi e limiti di impiego delle due leve, monetarie e fiscali, compatibile con il sistema economico.

1. — Le conclusioni, cui perviene il Mundell, fanno intravedere la possibilità teorica di impiego specializzato delle due leve,

fiscale e monetaria, per il raggiungimento rispettivo dell'equilibrio interno ed esterno.

Sulla strada che mira alla enucleazione delle condizioni cui, più in generale, è sottoposto l'impiego delle due leve e quindi a delineare un quadro più articolato su cui basarsi per illazioni circa la effettiva, differente, inclinazione delle due leve, poniamo qui, anche il problema dei limiti al *quantum* di manovrabilità delle due leve.

Quanto al tasso d'interesse, è noto che, in generale, esso influisce sulla determinazione del volume della domanda globale soprattutto attraverso due vie: aumentando l'onerosità del credito per gli investimenti e quindi contribuendo a farne ridurre la domanda; modificando la situazione di liquidità dei vari organismi bancari e finanziari e dei privati. Toccheremo a parte la questione della formazione del nuovo risparmio e conseguenti effetti sulla domanda attuale di consumi e di investimenti.

Quanto alla manovra fiscale, essa modifica la distribuzione degli impieghi del reddito attraverso l'imposizione e la spesa pubblica del provento, nonché attraverso il debito pubblico.

Ci si chiede se con impieghi delle due leve si possano perseguire i due equilibri.

Si deve distinguere l'equilibrio del sistema a qualunque livello, dall'equilibrio del medesimo al livello di pieno impiego (15).

È quest'ultimo, infatti, il quadro postulato dal Mundell (nonostante rechi nel titolo del saggio: « per il perseguimento della stabilità interna e degli scambi con l'estero ») e perciò stesso, tenuto conto anche che egli ragiona nel breve periodo, sembrerebbe implicito che il *quantum* di manovra delle due leve debba essere relativamente piccolo e quindi compatibile con le possibilità immediate del sistema economico.

Questa puntualizzazione-condizione ci sembra importante per sollevare il quadro analitico da eccezioni pregiudiziali già al momento della sua prima formulazione.

S'intende che nulla impedisce che ci si ponga il problema vero e proprio del raggiungimento dei due equilibri — riferito l'equilibrio interno a quello di piena occupazione — in generale, con impieghi delle due leve.

(15) Cfr.: J. M. KEYNES, *Occupazione, interesse, moneta - Teoria generale*, U. T. E. T. p. 257 ss.

Un tale compito, peraltro, dovrebbe in primo luogo fare i conti con le possibilità del sistema di raggiungere i due equilibri (a meno che si ragioni in ipotesi di assenza dell'attrito nel movimento delle variabili dell'equilibrio economico: nel qual caso, come i teorici hanno mostrato, l'equilibrio di pieno impiego verrebbe assicurato dall'automatismo del sistema); e poi con i tempi tecnici di perseguimento dei due obiettivi con impieghi delle due leve, tenuto conto dei vari fattori di dispersione. Ma sarebbe un compito abbracciante tutta la teoria dell'equilibrio economico e del suo sviluppo, molto oltre gli scopi di questa saggio.

Noi, di questo abbiamo tenuto conto restrittivamente postulando che il sistema si trovi all'intorno dell'equilibrio di pieno impiego.

Ma questo non vuol dire che i problemi congiunturali, visto che a questi si ridurrebbero gli impieghi delle due leve nel breve periodo, siano alieni da problemi di sviluppo.

In effetti si può anche, in teoria, ipotizzare le reversibilità dei processi inflazionistici o deflazionistici, a condizione che si postuli anche l'invarianza nella struttura dei sistemi produttivi e degli impieghi delle risorse.

In concreto, sia perchè le pressioni inflazionistiche determinano mutamenti nella struttura della domanda (è noto il formarsi del cosiddetto ventaglio dei prezzi, in presenza di tali pressioni), sia perchè le pressioni inflazionistiche « da costi », oggi non infrequenti, muovono con intensità diversa dalle varie industrie, fatto sta che a pressione inflazionistica corrisponde una forza di spinta in favore del mutamento della struttura del sistema economico.

Si può menzionare la posizione estrema di quegli economisti che propiziano l'inflazione per realizzare la piena occupazione, quale misura protratta in modo di dar *tempo* al sistema produttivo di attuare la necessaria conversione di struttura nella misura proporzionata alle differenti sollecitazioni (alias: indici dei prezzi dei vari comparti produttivi) del sistema economico (16).

Tale posizione non si può accettare su un piano generalizzante esistendo strozzature e in genere fattori di rigidità nei sistemi economici, insensibili a qualsiasi sollecitazione « monetaria »; si aggiunga

(16) Cfr. sul tema: W. S. WICKREY, *Stabilità mediante l'inflazione*, in « Economia post-Keynesiana », a cura di K. K. Kurihara, trad. U.T.E.T. 1966, cap. IV; AA. VV., *Inflazione*, ed. F. Angeli 1972 - Raccolta di saggi a cura di R. J. BALL e P. DOYLE.

che l'inflazione crea un movimento a spirale nella ristrutturazione che finisce per autogenerare l'inflazione stessa (17) (18).

Di questo pur tenuto conto, quella posizione estrema è interessante, ai fini che qui intendiamo mettere in risalto, perchè implicitamente postula che anche per il breve periodo, riferito a sistema che si sia allontanato dal pieno impiego, esiste un problema di struttura alla stessa stregua che per il medio-lungo periodo (s'intende, come genere, pur se diverso come grado). E ciò non tanto perchè la struttura non sia teoricamente reversibile, quanto perchè la reversibilità incontra problemi di attrito suoi propri (19) come sono incontrati problemi di attrito suoi propri dalla ristrutturazione del sistema ai livelli (non necessariamente di quantità, ma anche semplicemente di qualità) richiesti dalla pressione inflazionista (che adduca al riequilibrio di pieno impiego).

È problema politico quello di scegliere la soluzione di riequilibrio basata sul ritorno alla precedente struttura (alias : ritorno alla riutilizzazione dei vecchi impianti, inutilizzati o utilizzati in parte), o sulla conversione dei vecchi impianti. In entrambi i casi per l'economista esiste un problema di scelta degli strumenti, la quale è vincolata dai gradi di rigidità del sistema.

Vale dire si è in presenza di problemi di qualificazione dell'impiego : caso che riguarda la fattispecie qui toccata da ultima (ad es. : situazione di pieno impiego ed equilibrio interno, ma squilibrio esterno). Anche in tal caso si può correttamente discorrere di problema di sviluppo in termini di pieno impiego qualitativo o di composizione : come conversione della struttura del sistema produttivo e della domanda secondo la rispettiva qualità desiderata, come obiettivo di politica economica.

Assunto, dunque, che anche per il sistema economico che si trovi ad operare all'intorno del punto di equilibrio esterno, ed interno

(17) Cfr. : E. d'ALBERGO, « *Pieno impiego* » inflazione e « *fiscal policy* », in « Riv. Bancaria », n. 7-8, 1966, p. 325 ss.

(18) Cfr. anche : C. BRESCIANI TURRONI, *Corso di economia politica*, Giuffrè, Milano 1957, p. 358.

(19) L'esperienza italiana degli anni '60 ha, appunto, mostrato, che l'intervento delle due leve (prima monetaria, successivamente fiscale), a correzione della fase « calda » 1963-65, che pur faceva seguito a livelli di occupazione di capitale e lavoro mai prima raggiunti nella storia del paese ha ripristinato l'equilibrio interno (stabilizzazione) ed esterno, ma su livelli di occupazione inferiori : e ciò perchè non è stato sufficientemente ristrutturata, nel frattempo, l'offerta in base alla nuova struttura della domanda.

(di piena occupazione), esiste un problema di struttura (alias : di sviluppo), si pone il problema del *quantum* di impiego delle due leve collegatamente alle possibilità di riequilibrio del sistema.

Vi sono due modi di indagare i limiti di tollerabilità del sistema alle sollecitazioni delle due leve : *a)* vi è il modo che prende a base l'inferenza delle due leve sulle condizioni oggettive di valutazione della convenienza individualistica di date scelte ; *b)* e vi è il modo che considera le reazioni dei singoli a tale inferenza ossia la loro capacità di adattamento alla convenienza collettiva.

Il modo *b)* può prevedere un'ampliamento del *quantum* di manovra delle due leve e suscitare grandi ripercussioni indotte nel sistema : in tal caso il quadro di manovra delle due leve esce manifestamente da quello di breve periodo.

Oppure esso può non richiedere un ampliamento oltre un certo limite del *quantum* di manovra delle due leve perchè nel sistema si verifica una certa capacità di adattamento, nel senso previsto dal modo *a)*. In tal caso la manovra delle due leve può divenire compatibile con il breve periodo.

In entrambi i casi il problema cruciale verte sul tempo, vale dire sulla velocità di adattamento del sistema ai livelli di equilibrio prefissati dalle autorità.

E se si fa anche questione di sviluppo, poniamo, tale da consentire la piena occupazione, come sembra mostrare lo stesso Mundell (pur se senza svolgimento della tematica relativa) è anche questione di *quantum* di risorse disponibili.

2. — Si è cennato sopra come la manovra del tasso di interesse influisca sulle decisioni di investimento degli operatori. Ciò in teoria, a parte modalità relative alla fase ciclica, di cui si terrà conto nella parte finale, specificando detta influenza, si trova che essa pur se non può negarsi in teoria relativamente alle propensioni marginali all'investimento (nel senso più restrittivo di nuove decisioni particolarmente vincolate dall'attrito del decollo) non è assolutamente determinante nelle varie circostanze di tempo e luogo : vale dire essa deve misurarsi con gli altri elementi che entrano nel calcolo di convenienza dell'investimento : quali la disponibilità di mano d'opera, di materie prime, il fatto stesso che ai fini della tassazione del reddito d'impresa vengano ammesse detrazioni, dall'oggetto imponibile, degli interessi passivi o di quote d'ammortamento maggiori dell'effettivo, la possibilità del ricorso a prestiti esteri (fatto

quantitativamente trascurabile, in genere, per la totalità delle imprese di un paese, ma non per quelle di proprietà estera e comunque delle imprese multinazionali), e così via.

Cosicchè di fronte ad una variazione positiva del tasso d'interesse il sistema può reagire abbassando il costo di altri elementi del calcolo, o può ritenere irrilevante la variazione stessa di fronte al rischio di perdere un mercato faticosamente conquistato, specie se in prospettiva egli ritenga transitoria tale fase presente di relativa onerosità reale per interessi.

Un caso, in tale ordine, riguarda l'opinione degli uomini d'affari circa la prevalente caratteristica delle fasi congiunturali di dato paese in medio-lungo periodo: se tale ritenuta prevalente caratteristica sia costituita da continua espansione della domanda globale, come è divenuto oggi di « norma », un relativo « alto » tasso di interesse a breve può non costituire fattore inibente, *ceteris paribus*, la decisione di investimento, proprio perchè nell'orizzonte temporale dell'investitore il prevedibile continuo aumento medio dei prezzi agirà come fattore di elisione dell'onere reale per interessi (nel senso che il capitale finanziario avrà, al momento del rimborso, un valore reale relativamente diminuito) (20).

Così per la politica aziendale delle scorte, si ritiene che essa sia sensibile alle variazioni del tasso d'interesse, dacchè la loro liquidazione offre prospettive di miglior impiego al capitale finanziario in esse immobilizzato. Varie esperienze mostrano, tuttavia, che i tassi d'interesse aumentano maggiormente nei settori produttivi caratterizzati da relative, maggiori, tensioni nei prezzi dei prodotti rispettivi. In questo modo, piccole variazioni nei tassi non sono sufficienti a muovere verso la liquidazione delle scorte coloro che contano sull'aumento dei prezzi relativi.

In questo contesto, il tasso d'interesse che dovesse tener conto di detto fattore di elisione dovrebbe essere portato ad un livello tale da compensare l'onere connesso con il grado di inflazione per potere ottenere la sottoscrizione delle emissioni obbligazionarie da parte del risparmiatore. Ma ciò può contrastare con gli obiettivi di lungo periodo della manovra del tasso d'interesse: un troppo

(20) Su questo punto insiste il *Rapporto Radcliffe* sul funzionamento del sistema monetario inglese, a cura della Cassa di Risparmio delle PP. LL., ed. Giuffrè, 1962, p. 191 ss.

prese ma anche di concederlo da parte dei vari organismi finanziari, stante anche la diminuzione del valore del capitale finanziario investito in questi ultimi.

Ciò è importante perchè mostra come, accanto all'incentivo all'offerta di liquidità, proveniente da un aumento del tasso d'interesse, questo stesso incentivo trovi un limite nella rilevanza del tasso stesso prima sul costo del denaro (aspetto prima osservato) e poi sullo stock, utilizzabile, di liquidità, non concependosi di solito l'offerta relativa, disgiuntamente dalla garanzia reale.

Si arguisce di qui come, anche con riferimento a contesto più generale, un aumento generalizzato del tasso di interesse non possa essere provocato in momenti di basse quotazioni dei titoli per il limite insito nell'ulteriore peggioramento delle quotazioni stesse.

Questo vuol dire che una variazione del tasso d'interesse contiene già in sè elementi capaci di incidere sulla struttura del sistema, ossia molto oltre l'obiettivo di breve periodo: e quindi la sua manovrabilità subito si scontra con le condizioni di salvaguardia del sistema economico di livello reale acquisito.

Di qui l'opportunità di considerare, accanto ad esso, anche, strumenti alternativi, ad es. selettivi, capaci di incidere sulle situazioni da cui particolarmente promanano tensioni nel sistema economico: quali il controllo del credito al consumo (le vendite rateali); il controllo di date emissioni di titoli, il controllo della speculazione su titoli: l'aumento del tasso di sconto sulle anticipazioni a brevissimo termine (fermo rimanendo quello sulle anticipazioni in conto corrente, in Italia rinnovabile generalmente a scadenza quattro mesi, e da cui trae alimento di norma il finanziamento corrente delle banche ordinarie alle industrie); l'incentivazione delle industrie maggiormente idonee all'utilizzazione del progresso tecnologico.

Il successo di queste operazioni incontra un limite nella concorrenza che gli organismi bancari trovano nei vari altri istituti finanziari: da cui può derivare alta intersostituibilità delle varie fonti di approvvigionamento della liquidità (22).

4. — Per i riflessi sul movimento capitali esteri, la manovrabilità del tasso d'interesse è legata alla possibilità di assicurare un tasso mi-

(22) Cfr. *Rapporto Radcliffe*, cit.

nimale di redditività agli investimenti. Sarebbe, infatti, inconsistente il prevedere una politica di alti tassi a breve senza un minimo di tiraggio da parte dei tassi a lungo termine. Ma quest'ultimo potrebbe essere incompatibile con una politica di restrizione della domanda globale (23).

In altri termini, la politica dei tassi d'interesse va collegata con i problemi dell'equilibrio interno di breve e di lungo periodo, condizione prima dello stesso equilibrio esterno, stabile. (L'esistenza inevitabile di piccoli saldi, positivi o negativi, non è considerata prova di squilibrio esterno).

Ciò si richiama all'esigenza di salvaguardia del livello acquisito o programmato degli investimenti.

Pertanto una politica di alti tassi di interesse, mentre potrebbe consentire il raggiungimento pro-tempore dell'equilibrio esterno grazie all'attrazione di capitali esteri a breve, potrebbe gettare le basi di un effetto di segno inverso, in quanto, disincentivando gli investimenti interni, farebbe abbassare il livello della produzione per l'interno e per l'esportazione.

È, poi, da considerare che l'entità degli afflussi di capitali esteri va calcolata al netto da interessi passivi, aspetto sottolineato anche di recente da alcuni autori (Cfr. la nota 11). Vale dire anche gli interessi passivi costituiscono un limite, comportando un deflusso di capitali.

Ciò potrebbe essere poco rilevante immediatamente, ma non considerando il complessivo orizzonte temporale dell'eventuale fase « calda » o « recessiva » dell'economia. Infatti, nelle esperienze prevalenti, la manovra del tasso d'interesse per il controllo del movimento capitali è stata concepita soprattutto in funzione del sostegno della riserva piuttosto che per il pareggio pro tempore della bilancia dei pagamenti.

Se, viceversa, l'onere per interessi atto ad attirare capitali a breve potesse inquadrarsi alla stessa stregua che per un qualunque onere su prestiti da confrontare con la redditività del prestito stesso, subito dovrebbe trarsi che la posizione netta effettiva del movimento valutario verso l'estero è pari all'afflusso di capitali al netto del saldo

(23) Questo problema viene da noi approfondito in un prossimo studio, nel quadro di un esame delle possibilità di perseguimento dello equilibrio interno, con strumentazione di politica monetaria e fiscale, particolarmente dedicata alla salvaguardia degli investimenti.

tra oneri per interessi e maggiori esportazioni di merci e servizi indotte dalla redditività dei capitali esteri a breve impiegati nel paese.

Ma un tale nesso tra oneri per interessi del movimento capitali a breve e relativa redditività reale indotta negli impieghi interni del reddito è assai difficile a cogliersi.

Ciò non è di poco conto, perchè immediatamente implica che una manovra siffatta presuppone transitorio l'eventuale squilibrio della bilancia dei pagamenti: vale dire conta sul ripristino del pareggio sulla base dei recuperi nel flusso correnti di merci e servizi, come se la manovra del tasso d'interesse fosse indipendente da questi flussi: ripristino non agevolato da una maggiore onerosità nei tassi d'interesse.

Si vedrà (p. IV) come cennato, che il tasso d'interesse non è assolutamente determinante l'investimento, confluyendo tra vari altri elementi alla decisione di investire. E quindi le osservazioni fatte pur potendosi sostenere come espressioni di generica tendenza, vanno soprattutto vagliate nei vari contesti locali congiunturali. Anzi alcuni sostengono che il solo effetto odierno, di una manovra del tasso di sconto, sull'estero, sia di natura essenzialmente psicologica di incoraggiamento a fiducia nella moneta stessa, proveniente dalla manovra a sostegno (cfr. Rapporto Radcliffe per lo stesso mercato finanziario inglese.

Questo svaluta molto la significatività della manovra del tasso di interesse relativamente al movimento capitali esteri a breve, e ridà tono alla preminenza dell'equilibrio interno in quanto trainante esso stesso quello esterno.

Si deve, poi, considerare che l'afflusso di fondi a breve, in quanto sia seguito da conversione in valuta del paese di immissione, e nel conseguente deposito e giro bancario per impieghi interni può dar luogo a fenomeni inflazionistici. Negli anni recenti si è avuta esperienza ed in dimensioni notevoli di questo tipo di inflazione, inerendo il movimento capitali al corso delle valute. Questo è, dunque, ulteriore limite alla manovra del tasso d'interesse, perchè lo sterilizza.

Discende ancora che l'affidamento della dimostrazione della maggior inclinazione relativa della retta dell'equilibrio esterno a questo effetto differenziale della leva monetaria sul movimento capitali, non è rispondente a *id quod plerumque accidit*, come tipo di politica economica.

In conclusione, la manovra monetaria atta ad attirare capitali

a breve all'interno od a ridurne il deflusso ha un primo limite nell'onere per interessi ed un secondo limite nella capacità di recupero dei flussi attivi correnti della bilancia: cosicchè, se questa tarda troppo a manifestarsi, l'indebitamento deve cessare per far subentrare manovre più radicali (variazione del cambio, politica fiscale discriminante a favore o contro importazioni ed esportazioni).

Un altro limite va ricercato negli effetti sui movimenti *capitali a lungo termine*, da e per l'estero, provocato da variazioni nel tasso d'interesse a breve.

Si ritiene che l'instaurarsi di siffatte variazioni sfavorevoli, in quanto aumenta gli oneri correnti di credito, incoraggi raggi l'uscita di capitali a lungo termine (il Bresciani Turrone ha messo in evidenza come il pericolo di inflazione incoraggi anche la fuga di capitali a breve, nonostante alti tassi d'interesse a breve, come, nell'esperienza eccezionale tedesca post prima guerra mondiale e non solo tedesca: v. U.S.A. ciò che distrae l'impiego di risorse produttive nel paese e quindi le possibilità stesse di tenuta del sistema in lungo andare, oltre a costituire in sè una fuoriuscita pro tempore di valuta.

Questo aspetto ha, tuttavia, una « facciata » positiva: mentre dal punto di vista della riserva, tale movimento in uscita costituisce un limite alla manovrabilità del tasso d'interesse a breve, da altro canto può costituire il presupposto per indurre, per effetto di accelerazione, acquisti di merci e servizi dell'estero presso il paese esportatore di capitali o per assicurare a quest'ultimo la fornitura di merci di base o strategiche (il petrolio, l'energia elettrica termoeletrica).

5. — Quanto alla manovra di bilancio (imposta e spesa, *deficit*, avanzo, politica di Tesoreria, debito pubblico in senso lato) essa va considerata sia per i riflessi sulla formazione del grado di liquidità e sulla direzione della liquidità stessa, nonchè sui flussi reali dell'economia.

A parte i limiti, comuni anche alla manovra fiscale, già conosciuti per la manovra monetaria, vi sono limiti più specifici connessi con la più diretta capacità di incidenza della leva fiscale sull'economia: la quale diviene uno strumento più incisivo per il breve periodo, nella misura in cui tecnicamente sia rapidamente attuata.

Il primo limite sta nella disincentivazione, che possa derivarne, sulla volontà e capacità di produzione, nel sistema economico: disin-

centivazione che è differenziale per i vari settori, pur se l'imposta è generale ed uniforme (24).

Un secondo limite sta nella modificazione nella composizione della domanda globale, insita nella sostituzione della domanda privata (imposta) con la domanda pubblica (spesa pubblica): fatto che, come il primo, tocca la struttura del sistema produttivo. E di seguito viene la « multidirezionalità » della domanda privata, che di fronte ad una riduzione od aumento del reddito disponibile, muta i rapporti di direzione tra i vari tipi di spesa, sia in beni di produzione interna che importati.

Un terzo limite consiste nella scelta dello strumento, diretto o indiretto. Il primo incide più direttamente sulla domanda, ma richiede tempi tecnici di attuazione più lunghi; il secondo è suscettibile di porsi esso stesso come portatore di aumenti dei prezzi (s'intende che il grado di questo effetto va ricercato nel più vasto contesto delle condizioni reali e monetarie del sistema). Sul questo punto torneremo in seguito per applicazioni specifiche.

Un importante limite, proprio della manovra di bilancio in senso stretto (come immissione o contrazione netta di mezzi di pagamento nel sistema) sta nella dimensione (25) dello stesso bilancio e nella sua rigidità, sotto l'aspetto della imprescindibilità dei vari impegni pubblici presi, delle conseguenze politiche insiste in un allargamento degli impegni, dei criteri perequativi che si vogliono salvaguardati costituzionalmente, delle modalità tecniche attraverso cui si attua il prelievo e la spesa (in ciò entrano i cosiddetti « lags », dei gradi di centralizzazione delle decisioni dei pubblici poteri (amministrazione centrale, enti locali, enti autonomi vari).

Per quanto concerne la politica di tesoreria e del debito pubblico (emissione, ammortamento, conversione), essa si pone come concorrente con il settore produttivo privato presso le fonti di finanziamento privato: da che derivano due ordini di limite, uno negli effetti sulla capacità di produzione del settore privato, già toccato più sopra anche per altri aspetti; l'altro sull'efficienza stessa della politica del debito pubblico, sotto il profilo che una politica di alti

(24) Cfr. il nostro studio: *A proposito di opinioni controverse sulla trasferibilità delle imposte generali sul reddito e sulle vendite*, in riv. « Tributi » 1971.

(25) Il modello di TINBERGEN J., *On the theory of economic policy*, Amsterdam, North Holland publishing Co 1952, pp. 130, 280, 282, non si limita a considerare la manovra di bilancio, tout court, accanto alla manovra del tasso d'interesse, ma estende la prima alla « dimensione » del bilancio (cfr. modello n. 15).

tassi di interesse, abbassando il prezzo dei titoli, può creare un pericoloso allontanamento del mercato dall'acquisto di titoli di stato.

Di qui, motivi in favore di manovre fiscali selettive, per il breve periodo .

6. — Accanto a questa problema di compatibilità della dimensione della manovra delle due leve con le possibilità del sistema economico, c'è il problema della compatibilità reciproca delle due leve, nonché della loro compatibilità con altre possibili leve.

Si è visto che l'impiego « appropriato » delle due leve comporterebbe manovre di segno contrario delle due leve, in modo da conseguire mammano un effetto « netto », per cui senza allontanarsi, poniamo, dall'equilibrio interno si ottenga l'avvicinamento dell'equilibrio esterno.

Sotto il profilo qui indagato, la manovra fiscale ha effetto anche sul tasso d'interesse. Per cui la manovra fiscale va coordinata con le manovre monetarie (manovra del tasso di sconto, operazioni di mercato aperto, vincolo delle riserve e così via) atte a modificare il tasso d'interesse.

Così, se, ferma rimanendo la massa monetaria in circolazione (26), un aumento della dimensione del bilancio (anche se realizzato con aumento del *surplus*) esercita una pressione al rialzo del saggio d'interesse, ma nel contempo la combinazione prevista di *surplus* di bilancio e monetaria prevede una riduzione del tasso d'interesse, si ha il risultato che la suddetta variazione nella dimensione di bilancio tende ad elidere l'efficacia della manovra degli strumenti monetari.

Sul piano puramente meccanicistico, l'ostacolo sembrerebbe scavalcabile con una manovra monetaria di ampiezza relativamente maggiore, in modo da annullare l'effetto contrario suddetto di genesi fiscale.

(26) Cfr. : A. AMATO, *Politica monetaria o politica fiscale ?* in riv. « TRIBUTI » marzo 1972, p. 3 ss., che ha presente un significativo parallelo di Friedman tra politica monetaria e politica di bilancio in U.S.A. negli anni recenti. L'analisi di Friedman, *La contro-rivoluzione nella teoria monetaria*, fu l'oggetto di una conferenza del 16 settembre 1970, all'Università di Londra, rist., tradotta, in riv. « Bancaria », aprile 1970. In questi mostra la sua preferenza per la manovra della massa monetaria rispetto a quella del tasso d'interesse, aspetto sottolineato, con riserve dall'Amato, come rimedio in fase recessiva. Si veggia, tra le indagini recenti : D. I. FAND, *Tassi di interesse e inflazione nella recente esperienza degli Stati Uniti*, in « Moneta e Credito », p. 156 ss., ove si sostiene che la causa degli alti tassi d'interesse in USA nel periodo 1946-70 fu soprattutto dovuta ai disavanzi persistenti del bilancio dello Stato.

Sul piano economico il discorso non ha, però, sufficiente fondamento e la ragione è, come indicato più sopra, che il sistema potrebbe non sopportare, pro-tempore, quella manovra ; come pure potrebbe non sopportare pro-tempore una riduzione della « dimensione » del bilancio.

Un aumento del *surplus* di bilancio, od un aumento del debito pubblico, in quanto riducano o rastrellino il risparmio disponibile per gli impieghi privati possono avere l'effetto di far contrarre i consumi, ma anche quello di far salire il tasso d'interesse. A questo punto la manovra monetaria, poniamo, del tasso di sconto ridotto non influenza i consumi, perchè già manca l'oggetto stesso con cui alimentare i consumi (il risparmio, perchè già rastrellato), vale dire, a questo punto il *mercato impone alle autorità monetarie* un tasso d'interesse relativamente elevato.

S'intende, pertanto, che il *quantum* di manovra delle due leve va coordinato in modo da lasciarsi reciprocamente uno spazio di movimento utile. Ma questo è anche un notevole limite alla dimensione dell'impiego delle stesse. I processi di adattamento del sistema richiedono tempo, vale dire l'impiego delle leve non solo abbisogna di un proprio tempo di formulazione, ma deve fare anche i conti con i tempi di reazione del sistema alle loro sollecitazioni, le quali, a loro volta, sono sottoposte a sollecitazioni di segno contrario, o inducenti altre, ad effetto ritardato (27).

7. — Per le importazioni, vi sono limiti alla manovrabilità delle leve ancor più difficili a scavalcarsi che non il movimento capitali, perchè esse hanno consistenza e motivazione economica più radicalizzata nella struttura dell'economia : il che amplifica molto la dimensione dei tempi tecnici, entro cui poterle riportare a livelli ritenuti compatibili con prefissati livelli di sviluppo del sistema.

Così se il disavanzo della bilancia sia dovuto ad una pressione interna nell'impiego delle risorse, un controllo od una riduzione delle importazioni non farebbe altro che riversare la relativa domanda su altri beni prodotti e venduti direttamente all'interno o prede-

(27) Cfr. sul tema anche sotto l'aspetto dei tempi politico-amministrativi, L. C. PEIRCE, *The politics of fiscal policy formation*, Goodyear Publishing Co, Pacific Palisades, California ; G. L. BACH, *Making monetary and fiscal policy*, The Brooking Institution, Washington, D. C., 1971.

stinati all'esportazione: che chi in definitiva potrebbe aggravare la pressione inflazionistica interna.

Un limite all'efficacia della politica restrittiva sulle importazioni viene dall'ampiezza dei contratti di importazione già stipulati, rispetto al totale importazioni, il che è ulteriormente un problema di tempo.

8. — Si deve, infine, fare menzione ai limiti di manovrabilità delle due leve, provenienti dalla fase ciclica, in cui versi l'economia, o da fattori incontrollabili.

Un aumento del tasso d'interesse potrà avere effetti per frenare le tensioni del sistema economico; ma, altrettanto, una riduzione del medesimo non provocherà pronte reazioni in ripresa, in una fase recessiva dell'economia.

Così dicasi della manovra fiscale se intesa come strumento di sgravio di oneri in fase espansiva.

La manovra fiscale ha, però, strumenti suoi propri che la distinguono da quella monetaria: il potere diretto di spesa pubblica, il quale, con i collegati effetti moltiplicativi, è di relativa efficacia.

Così stesso è per lo sgravio da imposte dirette, attuato in tempi brevi, in quanto conferisce potere d'acquisto diretto delle famiglie.

Tra i fattori odierni direttamente non controllabili da parte delle autorità, ma con grandi riflessi sulla situazione monetaria, è il cosiddetto meccanismo della « scala mobile », che, come noto, prevede compensazioni automatiche alle retribuzioni da lavoro dipendente, in caso di diminuzione del potere d'acquisto dell'unità monetaria.

Questo fattore è un potente limite, pro-tempore, alla politica monetaria di breve periodo, fattore che prevalentemente ha invece la sua idonea giustificazione sotto il profilo della politica di lungo periodo come modo di salvaguardare la struttura acquisita del sistema aderentemente a certi modi di definizione dei rapporti tra le classi sociali, partecipi dei processi produttivi.

9. — In conclusione, se gli strumenti prescelti di politica economica e finanziaria, sono la manovra fiscale e monetaria, si tratta di verificare nei vari sistemi economici la differente elasticità temporale all'interno della domanda e offerta interna, (reale e monetaria) alle due leve e poi, conosciute tali elasticità, se il sistema eco-

nomico di volta in volta considerato possa sopportare le manovre nella quantità richiesta per il raggiungimento dei due equilibri. In grafico, occorre verificare se, poniamo, i luoghi dei punti di combinazione di *surplus* di bilancio e di tassi d'interesse che realizzano l'equilibrio interno ed esterno si trovino ai livelli ed elasticità espressi dalle *GG* e *HH* o dalle *II* ed *LL*. (Cfr. grafico 4); e quindi se i tassi di interesse Or^1 od Or^3 siano compatibili con le possibilità reali dei sistemi economici nelle varie situazioni pro-tempore, e così dicasi dei *surplus* di bilancio Os^1 ed Os^2 . Vale dire le pendenze delle due rette sono rilevabili solo per singoli casi.

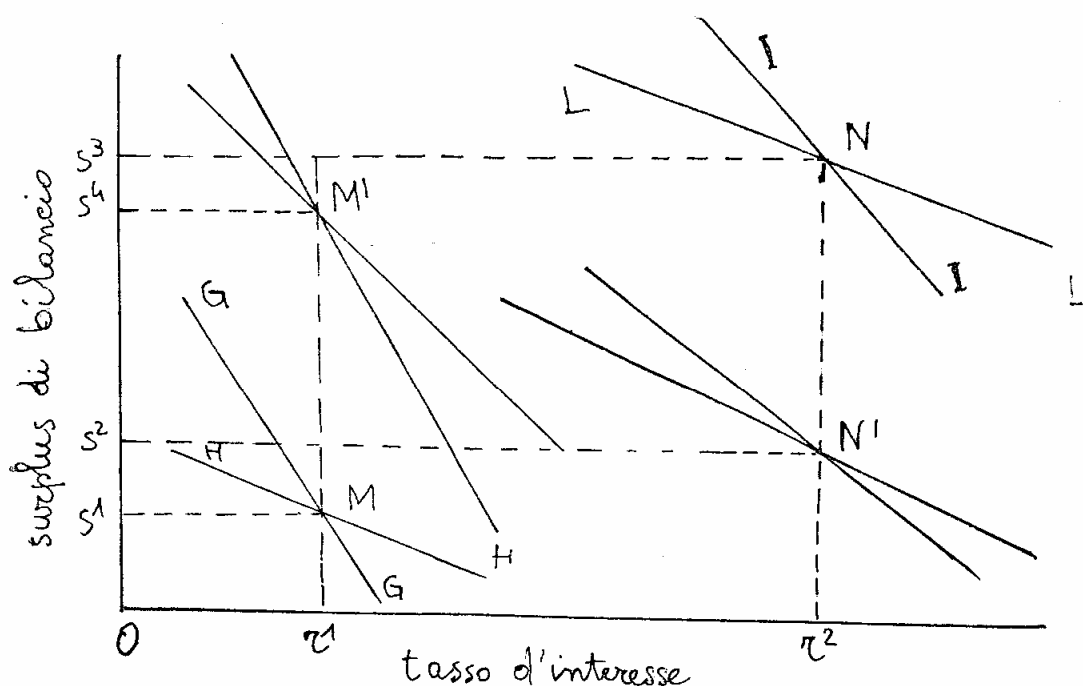


Grafico 4

Ma, appunto, perchè una situazione di tipo *N* (vedi grafico) rende già per sè inibitiva qualsiasi manovra delle due leve, occorre assumere a base sistemi economici in situazioni relativamente più normali, ai fini del successo della manovra di breve periodo: vale dire, sistemi operanti all'intorno del punto di equilibrio di pieno impiego, sì da postulare manovre compatibili o più vicine alle possibilità del sistema economico in dati tempi, come la situazione *M*, ciò intendendo spostamenti non rilevanti nella struttura del sistema.

In questa sommaria disamina dei limiti al *quantum* di manovra delle due leve, si è prescisso dai limiti, provenienti per interrelazione, dal comportamento dei paesi esteri, per stare all'ipotesi di Mundell.

S'intende che la consistenza di questa ipotesi può essere messa in dubbio, dato che qui il discorso verte in dinamica, pur se di breve periodo.

Volendo mantenere l'ipotesi che le politiche dei paesi esteri non ostacolino le manovre di dato paese, assumiamo che le manovre stesse siano di piccola ampiezza, oppure che il paese sia molto piccolo rispetto al resto del mondo e che i suoi rapporti con l'estero siano molto diversificati.

Ove ciò non sia, il *ceteris paribus* nelle politiche degli altri paesi deve presupporre una volontà di collaborazione internazionale.

Conclusioni.

Dopo l'analisi fatta, le conclusioni cui giungono le considerazioni qui raccolte sono esprimibili molto brevemente.

Si può discutere in lungo ed in largo sulla effettiva inclinazione relativa delle rette dell'equilibrio esterno ed interno e, per esempio, si può pervenire alla tesi di parallelismo, maggiore o minore inclinazione relativa delle due, a seconda delle varie circostanze di tempo e luogo e quindi si può anche fondatamente divergere dalla tesi univoca di Mundell, secondo cui la retta dell'equilibrio esterno è più inclinata di quella dell'equilibrio interno, e quindi l'equilibrio esterno va perseguito con impiego della leva monetaria e quello interno con la leva fiscale.

Il vero punto essenziale, di cui consiste l'osservazione del Mundell, non è, dunque, questo, a nostro avviso. Esso sta nello aver indicato che se le due rette hanno differente inclinazione, è *ipso facto* aperta la via per l'impiego specializzato delle due leve.

Ma cos'è che definisce la eventuale differente inclinazione relativa delle due? La differente velocità di adattamento del sistema economico all'equilibrio interno rispetto a quello esterno?

Si può rispondere affermativamente, se detto in visione embrionale, vale dire con riserva di enucleazione dei contenuti della velocità. Ma che relazione c'è tra questo adattamento e ciascuna delle due leve?

Per i fisici non esiste il movimento in assoluto, ma il movi-

mento di un punto rispetto ad altro punto. Così, se due vettori marciano parallelamente ed alla stessa velocità nessuna delle due si muove rispetto all'altra. Invece si muovono entrambe se si allontanano rispetto ad un punto.

Per il nostro caso, rimanendo in discorso di velocità, accettato che entrambe le leve influenzano il livello dell'equilibrio interno ed esterno, trattasi di indagare se la velocità di perseguimento dei due, da parte di una leva, stanno o no nello stesso rapporto delle velocità di perseguimento dei medesimi, da parte dell'altra leva.

Per esempio, posto che al ricorso ad una leva impieghi un giorno per raggiungere l'equilibrio esterno e due giorni per raggiungere l'equilibrio interno, trattasi di vedere se l'impiego dell'altra impieghi due giorni per raggiungere l'equilibrio esterno e quattro per raggiungere l'equilibrio interno.

In tal caso si sa anche che raddoppiando il *quantum* di manovra di quest'ultima leva, si ottengono i due equilibri con le due leve, indifferentemente l'uno rispetto all'altro (ipotesi di parallelismo).

Ma se, poniamo, con la seconda leva, l'equilibrio esterno è raggiungibile in un giorno e quello interno in tre giorni, è chiaro che i due equilibri non sono raggiungibili, indifferentemente l'uno rispetto all'altro, con le due leve (ipotesi di non parallelismo).

Da quanto messo in risalto, tuttavia, è insufficientemente fondato il ritenere di poter affidare aprioristicamente alla politica monetaria od a quella fiscale il perseguimento di obiettivi così complessi e difformemente articolati nel tempo come gli equilibri interno ed esterno.

Si è osservato: che è inconsistente l'ipotesi di invarianza delle esportazioni al variare della domanda globale interna, ed in particolare delle importazioni; che il tasso d'interesse ha rilevanza anche per il movimento capitali a lungo termine; che la leva fiscale ha effetto anche sul movimento capitali esteri.

Orbene, se nei vari settori l'impiego delle due leve fosse alternativo e separabile, avrebbe un senso la «specializzazione», come, per esempio, si è ricordato analogicamente per il teorema Ricardiano dei costi comparati (cfr. pag. 2).

Senonchè appena si impieghi l'una o l'altra leva per l'equilibrio interno, subito ci si accorge che essa ha effetto anche sull'equilibrio esterno e viceversa (invece, nel teorema, l'impiego dei fattori

per il panno esclude l'impiego medesimo per il vino, in Inghilterra, e viceversa per il Portogallo).

Il tema della specializzazione degli strumenti non è tanto, cioè, una questione di riservare all'equilibrio esterno la politica monetaria ed a quello interno la politica fiscale, quanto di riservare all'una e/o all'altra quegli obiettivi parziali, costitutivi a loro volta dei due obiettivi generali suddetti, ai quali maggiormente esse siano idonee di volta in volta, in relazione al *quantum* possibile di loro impiego ed al *tempo* di intervento.

Questo è già nella logica dell'*excursus* fatto che nega, per esempio, una rilevanza specifica della leva monetaria sul movimento capitali a breve; e più lo è nella logica che non può accettare una influenza positiva della leva monetaria su data variabile (il movimento capitali a breve nell'esempio fatto) se nello stesso tempo non vengano le condizioni generali, reali, a salvaguardia dei capitali medesimi: vale dire se non vi siano garanzie sulla stabilità dei cambi.

In altri termini, un alto tasso d'interesse per attirare capitali a breve o per formare offerta di risparmio interno a breve, accompagnato da una riduzione del *surplus* di bilancio dello stato, non risolve il problema della garanzia della stabilità dei cambi, nella misura in cui questa riduzione di *surplus* introduce elementi a favore di un riequilibrio interno a livelli monetari (di prezzi) più elevati. Ciò per stare al modello del Mundell relativamente al vincolo posto. E quindi ci si avvede, man mano con l'analisi, che tali vincoli sono veri e propri obiettivi, non garantiti dall'eccesso di semplificazione dello schema. Lo stesso dicasi del vincolo di invarianza posto alle esportazioni al variare delle importazioni.

D'altra parte, le stesse definizioni di politica monetaria fiscale fanno le due strumentazioni di composizione molto complessa, per cui non è da escludere che componenti dell'una possano essere dedicate all'equilibrio interno ad altre a quello esterno, nel solco medesimo della specializzazione; e così dicasi per la politica fiscale. Per cui, veramente, alla fine, più di che specializzazione dell'una o dell'altra all'uno od altro equilibrio, rispettivamente, è questione di *specializzazione* dell'una *prevalentemente* per l'uno o l'altro equilibrio: prevalenza, però, desunta a posteriori.

LUCIANI NINO

Assistente ord. nella Facoltà di Scienze Politiche
Università di Roma "La Sapienza"